

**PENGARUH LEVERAGE KEUANGAN DAN SEKTOR INDUSTRI  
TERHADAP RETURN SAHAM, PERTUMBUHAN PENJUALAN DAN LABA  
OPERASI PERUSAHAAN-PERUSAHAAN GO PUBLIC YANG  
TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA**

**TESIS**

*Diajukan untuk memenuhi sebagian syarat guna  
memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen  
Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro*



Diajukan oleh:

Nama : Faqih Nabhan

N I M : C4A099279

**PROGRAM MAGISTER MANAJEMEN  
PROGRAM PASCA SARJANA  
UNIVERSITAS DIPONEGORO  
SEMARANG  
2001**

**UPT-PUSTAK-UNDIP**



### **SERTIFIKAT**

Saya, Faqih Nabhan, yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis yang saya ajukan ini adalah hasil karya saya sendiri yang belum pernah disampaikan untuk mendapatkan gelar pada program magister manajemen ini ataupun pada program lainnya, Karya ini adalah milik saya, karena itu pertanggungjawaban sepenuhnya berada di pundak saya.

Faqih Nabhan  
16 Agustus 2001

## PENGESAHAN TESIS

Yang bertanda tangan dibawah ini menyatakan bahwa tesis berjudul:  
**PENGARUH LEVERAGE KEUANGAN DAN SEKTOR INDUSTRI  
TERHADAP RETURN SAHAM, PERTUMBUHAN PENJUALAN DAN LABA  
OPERASI PERUSAHAAN-PERUSAHAAN GO PUBLIC YANG  
TERDAFTAR DI BURSA EFEK JAKARTA**

Yang disusun oleh Faqih Nabhan, NIM C4A099279  
telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal 16 Agustus 2001  
dan dinyatakan telah memenuhi syarat untuk diterima.

Pembimbing Utama

Dr. Imam Ghazali, Mcom, Akt

Pembimbing Anggota

Drs. Agus Purwanto, Msi, Akt

Semarang 16 Agustus 2001

Universitas Diponegoro

Program Pascasarjana

Program Studi Magister Manajemen

Ketua Program



Prof. Dr. Suyudi Mangunwihardjo

## ABSTRAKSI

Untuk dapat menjalankan usahanya, perusahaan membutuhkan dana. Dana dapat diperoleh dari pemilik perusahaan maupun dari hutang. Manajemen perusahaan dituntut untuk memperoleh dan menggunakan dana dengan dasar pertimbangan efisiensi dan efektivitas. Hutang perusahaan didalam struktur modal perusahaan akan menimbulkan leverage keuangan. Penggunaan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan akan dapat menghasilkan keuntungan dan dapat pula berdampak pada kerugian yang tidak lain adalah merupakan resiko dari penggunaan hutang. Hutang menyebabkan beban yang bersifat tetap yaitu beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar. Dilain pihak hutang merupakan sumber dana yang dapat digunakan untuk mendanai aktivitas perusahaan sehingga perusahaan dapat meningkatkan kemampuan dalam menghasilkan laba. Selain itu beban bunga yang harus dibayar tersebut merupakan beban yang dapat digunakan sebagai elemen pengurang pajak penghasilan.

Tujuan peneilitian ini adalah memberikan tambahan bukti empiris mengenai pengaruh digunakan leverage keuangan pada masing-masing sektor industri. Mengingat leverage keuangan adalah hampir selalu ada pada setiap perusahaan maka dipandang perlu untuk melakukan penelitian mengenai pengaruh leverage keuangan terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi. Sektor industri digunakan untuk lebih mempertajam analisa terhadap variabel dependen yang akan diukur. Penelitian ini menggunakan data sekunder, yaitu berupa data laporan keuangan mulai tahun 1996 sampai dengan tahun 1999, serta harga saham penutupan bulanan mulai tahun 1997 sampai dengan 1999. Populasi dalam penelitian ini adalah semua perusahaan go public di Bursa Efek Jakarta selain sektor keuangan dan perbankan. Hal ini untuk menghindari adanya bias yang disebabkan oleh karakteristik usaha yang berbeda pada sektor keuangan dan perbankan. Pemilihan sampel dengan metode purposive sampling sehingga diperoleh 173 sampel dari 281 perusahaan. Alat analisis yang digunakan dalam penelitian ini adalah uji regresi baik secara parsial maupun secara simultan. Dalam penelitian ini terdapat tiga variabel dependen yang akan diuji satu per satu.

Berdasarkan hasil penelitian dapat diberikan saran bagi perusahaan dan pihak-pihak lain bahwa dalam membuat keputusan mengenai leverage keuangan hendaknya disamping perusahaan harus dapat meningkatkan pertumbuhan penjualan juga harus dapat mengurangi biaya tetap dari penggunaan hutang sehingga akan meningkatkan laba operasi perusahaan. Tingkat bunga pinjaman dan waktu jatuh tempo harus menjadi faktor utama dalam menentukan leverage keuangan disamping penggunaan dari hutang itu sendiri. Harga pasar saham tidak terpengaruh secara berarti terhadap perubahan leverage keuangan. perusahaan yang berada pada sektor property dan realestate hendaknya lebih berhati-hati, karena sektor ini memiliki pertumbuhan penjualan yang paling rendah dibanding sektor lain.

## ABSTRACT

A company needs funds to operate its functions. The company can get the funds from internal of the company or external which is called by debt. Managements have to get and use the fund efficiently and effectively. The debt in a capital structure will make financial leverage. The use of debt or financial leverage will produce profit or loss for the company. The debt is caused a fixed cost, there are an interest cost and a main loan. By the way, the debt can be used to fund the activity of the company and then the company achieves its ability and make a profit. The fixed interest which is paid by the company is a tax deductible.

The aim of this research is to give an additional empirical evidence concerning the financial leverage effect of its industrial sectors. Almost all of the company have the financial leverage, so it is important to make a research effect of the financial leverage to financial performance which are stock return, sales growth and operating income. The use of industrial sectors is to get a good analyzes of the dependent variable. This research used the secondary data, i.e. data of a financial report from 1996 up to 1999 and data stock market price (monthly closing price) from 1997 up to 1999. The population of this study consisted of all companies at the Jakarta Stock Exchange since 1996 up to 1999, except the financial and banking companies. The sample selection conducted by utilizing purposive sampling method, and yielding 173 samples of 281 population. It used regression test to examine the hypothesis both partially or simultaneously. There are three dependent variables, which are tested one by one.

Based on the research, it could be given a suggestion to the company in order to make a decision of financial leverage besides the company should be able to raise sales growth and reduce the fixed cost of debt to get a raising operating income. The interest rate and a maturity of debt must be the main factors to make decision of financial leverage besides the use of debt. Stock market price are not affected by financial leverage. The company in the property and real estate industry must be quite carefully, because it has the lowest sales growth.

## KATA PENGANTAR

Puji syukur kehadirat Allah SWT yang telah melimpahkan segala rahmat dan karuniaNya, sehingga penulis dapat menyelesaikan penyusunan tesis yang berjudul “Pengaruh Leverage Keuangan dan Sektor Industri Terhadap Kinerja Keuangan Perusahaan-Perusahaan Go Public yang Terdaftar Di Bursa Efek Jakarta”.

Penulisan tesis ini dimaksudkan untuk memenuhi sebagian dari persyaratan untuk memperoleh derajat sarjana S-2 Magister Manajemen Program Studi Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang. Disamping itu penulisan tesis ini juga dimaksudkan untuk menggali dan lebih mendalami beberapa teori sehingga diharapkan akan dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang berkepentingan. Walaupun demikian, penulis menyadari bahwa masih banyak kekurangan baik dalam penulisan, penyajian, pembahasan maupun pendalaman materi dalam tesis ini sehingga penulis mengharapkan atas saran, masukan dan solusi terbaik demi hasil yang terbaik bagi tesis ini dan penulisan dimasa yang akan datang.

Penulis menyadari bahwa tesis ini dapat selesai bukan semata-mata oleh kemampuan penulis saja, melainkan adanya bimbingan serta bantuan dari berbagai pihak. Pada kesempatan ini penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih disertai dengan penghargaan yang setinggi-tingginya kepada:

1. Dr. Imam Ghozali, Mcom, Akt. Dan Drs Agus Purwanto, Msi, Akt. selaku dosen pembimbing yang telah memberikan dorongan dan perhatian serta bimbingan sehingga selesainya tesis ini.
2. Drs M. Kholiq Mahfud MS, Drs Sugiono MSIE dan Bapak Ibu dosen yang telah memberi dorongan dan bimbingan baik selama penulis menyelesaikan tugas belajar maupun selama penulis menyelesaikan tesis ini.
3. Pengelola Program Magister Manajemen yang telah memberikan berbagai fasilitas dan kemudahan sehingga penulis mampu menyelesaikan tesis ini.
4. Ir M. Edy Purnomo, pimpinan dan rekan-rekan sekerja PT Dadi Sarana Manunggal Salatiga yang telah memberikan kesempatan dan pengertian yang sangat besar artinya sehingga penulis mampu menyelesaikan tugas belajar dan tesis ini.
5. Dodie, Budi dan rekan-rekan mahasiswa Program Magister Manajemen Undip angkatan XII pagi yang telah ikut memberikan bantuan berupa motivasi, fasilitas dan inspirasi sehingga selesainya tesis ini.
6. Segenap keluarga besar H. Masykur Ridwan (Bapak & Ibu) yang telah memberikan bantuan dan dorongan baik berupa materiil maupun spirituiil yang tidak dapat diukur banyaknya sehingga penulis mampu menyelesaikan tugas belajar dan tesis ini.
7. Istri dan anak-anakku yang telah mendukung dengan sepenuh hati sehingga penulis mampu menyelesaikan tugas belajar dan tesis ini.
8. Semua pihak yang tidak dapat penulis sebutkan satu persatu yang telah banyak membantu penulis sehingga selesainya penulisan tesis ini.

Penulis berharap semoga segala budi baik ini mendapatkan balasan yang setimpal dari Allah SWT. Amiin. Akhirnya penulis menyadari bahwa dalam penelitian ini tentu masih terdapat kekurangan maupun kesalahan. Oleh karena itu saran maupun kritik membangun senantiasa penulis harapkan. Harapkan penulis adalah semoga penelitian ini dapat bermanfaat bagi pihak-pihak yang membutuhkan.

Semarang, 16 Agustus 2001

Penulis



## DAFTAR ISI

	Halaman
HALAMAN JUDUL.....	i
HALAMAN SERTIFIKAT.....	ii
HALAMAN PENGESAHAN.....	iii
ABSTRAKSI.....	iv
ABSTRACT.....	v
KATA PENGANTAR.....	vi
DAFTAR ISI.....	ix
DAFTAR TABEL.....	xii
DAFTAR GAMBAR.....	xiv
DAFTAR LAMPIRAN.....	xv
 <b>BAB I : PENDAHULUAN</b>	
1.1. Latar Belakang Masalah.....	1
1.2. perumusan Masalah.....	8
1.3. Tujuan dan Manfaat Penelitian.....	9
 <b>BAB II : TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS</b>	
2.1. Telaah Pustaka atas Leverage Keuangan dan Dampaknya...	13
2.1.1. Struktur Modal .....	13
2.1.2. Kesulitan Keuangan.....	16
2.1.3. Leverage Keuangan.....	21
2.1.4. Kerugian Adanya Kesulitan Keuangan.....	24
2.1.5. Hasil Penjualan.....	27
2.1.6. Kinerja Keuangan Perusahaan.....	28
2.1.6.1. Pertumbuhan Penjualan.....	30
2.1.6.2. Laba Operasi.....	31
2.1.6.3. Return Saham.....	33
2.1.7. Analisis Industri.....	34

2.2. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	36
2.3. Hipotesa Penelitian.....	39
2.4. Definisi Operasional Variabel.....	40
 <b>BAB III : METODE PENELITIAN</b>	
3.1. Obyek Penelitian.....	45
3.2. Metode Penelitian.....	45
3.3. Jenis dan Sumber Data.....	46
3.4. Waktu Penelitian.....	47
3.5. Populasi dan Sampel.....	47
3.6. Teknik Analisis.....	49
 <b>BAB IV : ANALISIS DATA</b>	
4.1. Data-Data Deskriptif.....	55
4.1.1. Data Leverage.....	55
4.1.2. Data Pertumbuhan Penjualan.....	56
4.1.3. Data Return Saham.....	57
4.1.4. Data Pertumbuhan EBIT.....	58
4.2. Proses dan Hasil Analisis Data.....	60
4.2.1. Pengembangan dan Analisis Model (Return Saham).....	60
4.2.1.1 Uji Asumsi Model Klasik.....	61
4.2.1.2. Model Regresi .....	66
4.2.1.3. Pengujian Hipotesis.....	67
4.2.2. Pengembangan dan Analisis Model (Pertumbuhan Penjualan).....	72
4.2.2.1. Uji Asumsi Model Klasik.....	72
4.2.2.2. Model Regresi.....	79
4.2.2.3. Pengujian Hipotesis.....	80
4.2.3. Pengembangan dan Analisis Model (Laba Operasi).....	85
4.2.3.1. Uji Asumsi Model Klasik.....	86
4.2.3.2. Model Regresi.....	91

4.2.3.3. Pengujian Hipotesis.....	92
<b>BAB V : KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN</b>	
5.1. Kesimpulan Hipotesis.....	101
5.1.1. Pengaruh Leverage Keuangan dan Sektor Industri terhadap Return Saham.....	101
5.1.2. Pengaruh Leverage Keuangan dan Sektor Industri terhadap Pertumbuhan Penjualan.....	101
5.1.3. Pengaruh Leverage Keuangan dan Sektor Industri terhadap Laba Operasi.....	102
5.2. Kesimpulan Masalah Penelitian.....	103
5.3. Implikasi Teoritis.....	105
5.4. Implikasi Kebijakan Manajemen.....	107
5.5. Keterbatasan Penelitian.....	110
5.6. Implikasi Penelitian Mendatang.....	111
<b>DAFTAR PUSTAKA.....</b>	<b>112</b>
<b>LAMPIRAN</b>	
<b>DAFTAR RIWAYAT HIDUP PENYUSUN</b>	

## DAFTAR TABEL

Tabel	Halaman
1.1. Rata-Rata Leverage Keuangan Delapan Industri.....	5
4.1. Rata-Rata Leverage.....	56
4.2. Rata-Rata Pertumbuhan Penjualan Delapan Industri.....	57
4.3. Return Saham Depalan Sektor Industri.....	58
4.4. Pertumbuhan EBIT Delapan Sektor Industri.....	59
4.5. Hasil Uji Multikolinearitas dengan Tolerance Value dan Inflation Factors pada Persamaan Regresi terhadap Return Saham.....	61
4.6. Hasil Uji Multikolinearitas dengan Koefisien Korelasi pada Persa- maan Regresi Terhadap Return Saham.....	62
4.7. Pedoman Uji Autokorelasi dengan Nilai Durbin Watson.....	63
4.8. Hasil Uji Glesjer terhadap Persamaan Regresi Return Saham.....	64
4.9. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov terhadap Persamaan Regresi Return Saham.....	65
4.10. Hasil nilai t dan Signifikansi Analisis Regresi Return Saham.....	66
4.11. Hasil Uji F dan Adjusted R Square.....	71
4.12. Hasil Uji Glesjer terhadap Persamaan Regresi Pertumbuhan Penju- alan.....	73
4.13. Hasil Uji Glesjer dengan F Hitung.....	74
4.14. Hasil Uji Multikolinearitas dengan Tolerance Value dan Inflation Factors pada Persamaan Regresi terhadap Pertumbuhan Penjualan	75
4.15. Hasil Uji Multikolinearitas dengan Koefisien Korelasi pada Persamaan Regresi Terhadap Pertumbuhan Penjualan.....	76
4.16. Pedoman Uji Autokorelasi dengan Nilai Durbin Watson.....	77
4.17. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov terhadap Persamaan Regresi Pertum- buhan Penjualan.....	78
4.18. Hasil Nilai t dan Signifikansi Analisis Regresi Pertumbuhan Penjua- lan.....	79
4.19. Hasil Uji F dan Adjusted R Square.....	85

4.20. Hasil Uji Kolmogorov Smirnov terhadap Persamaan Regresi Laba Operasi.....	86
4.21. Hasil Uji Multikolinearitas dengan Tolerance Value dan Inflation Factors terhadap Laba Operasi.....	88
4.22. Hasil Uji Multikolinearitas dengan Koefisien Korelasi pada Persamaan Regresi Terhadap Laba Operasi.....	89
4.23. Pedoman Uji Autokorelasi dengan Nilai Durbin Watson.....	90
4.24. Hasil Uji Glesjer terhadap Persamaan Regresi Laba Operasi.....	91
4.25. Hasil nilai t dan Signifikansi Analisis Regresi Laba Operasi.....	92
4.26. Hasil Uji F dan Adjusted R Square (Laba Operasi).....	98

## DAFTAR GAMBAR

Gambar	Halaman
2.1. Kerangka Pemikiran Teoritis.....	38
3.1. Waktu Penelitian .....	47

## DAFTAR LAMPIRAN

### Lampiran

1. Hasil uji regresi terhadap return saham
2. Hasil uji regresi terhadap pertumbuhan penjualan
3. Hasil uji regresi terhadap laba operasi

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Penelitian**

Untuk dapat menjalankan usahanya setiap perusahaan membutuhkan dana. Dana dapat diperoleh dari pemilik perusahaan maupun dari luar perusahaan. Dana yang diperoleh perusahaan digunakan untuk membeli aktiva tetap, memproduksi barang atau jasa, membeli bahan-bahan untuk kepentingan produksi dan penjualan, untuk piutang dagang, untuk keperluan persediaan kas, membeli surat berharga dan sebagainya. Manajemen perusahaan bertugas untuk mengelola aliran dana tersebut sesuai dengan tujuan perusahaan yang telah ditetapkan sebelumnya.

Manajemen perusahaan dituntut untuk memperoleh dan menggunakan dana dengan dasar pertimbangan efisiensi dan efektivitas. Dengan demikian maka setiap rupiah dana yang tertanam dalam aktiva harus dapat digunakan seefisien mungkin untuk dapat menghasilkan tingkat keuntungan investasi atau rentabilitas yang maksimal. Efisiensi penggunaan dana secara langsung akan menentukan besar kecilnya tingkat keuntungan yang dihasilkan dari investasi tersebut. Manajemen juga harus mengusahakan agar perusahaan dapat memperoleh dana yang diperlukan dengan biaya yang minimal dan syarat-syarat yang paling menguntungkan.



Pada prinsipnya pemenuhan kebutuhan dana suatu perusahaan dapat disediakan dari sumber intern dan ekstern perusahaan. Sumber dana intern perusahaan adalah sumber dana yang dibentuk atau dihasilkan sendiri di dalam perusahaan, misalnya dana yang berasal dari keuntungan yang tidak dibagi kepada para pemegang saham. Sumber dana ekstern adalah sumber dana yang dipenuhi dari luar perusahaan. Sumber dana ekstern ini misalnya sumber dana yang berasal dari penyertaan modal dari pemilik atau emisi saham baru, penjualan obligasi atau hutang pada pihak lain (bank). Dana yang dimiliki perusahaan baik bersumber dari intern maupun ekstern akan terangkum dalam struktur modal perusahaan. Menurut Weston dan Brigham (1984) struktur modal merupakan bauran atau perpaduan dari hutang, saham preferen dan saham biasa yang dikehendaki perusahaan.

Penggunaan hutang untuk memenuhi kebutuhan dana perusahaan akan menghasilkan keuntungan dan dapat berdampak pada kerugian yang tidak lain adalah merupakan resiko dari penggunaan hutang. Hutang menyebabkan beban yang bersifat tetap yaitu beban bunga dan pokok pinjaman yang harus dibayar, dilain pihak hutang merupakan sumber dana yang dapat digunakan untuk mendanai aktivitas perusahaan sehingga perusahaan dapat meningkatkan kemampuan menghasilkan laba. Selain itu beban bunga yang harus dibayar tersebut merupakan beban yang dapat digunakan sebagai elemen pengurang pajak penghasilan.

Weston dan Brigham (1984), menyatakan bahwa ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap digunakan dalam struktur modal perusahaan adalah dinamakan leverage keuangan. Semakin tinggi penggunaan sekuritas berpenghasilan tetap (dalam hal ini adalah hutang) maka leverage keuangannya juga akan semakin tinggi. Begitu sebaliknya, semakin rendah penggunaan sekuritas berpenghasilan tetap maka leverage keuangannya juga akan semakin rendah.

Seperti disebutkan diatas bahwa hutang (yang menimbulkan leverage keuangan) digunakan untuk memenuhi kebutuhan pendanaan perusahaan sehingga perusahaan dapat beroperasi, berinvestasi dan dapat mengembangkan usahanya. Akan tetapi leverage keuangan juga akan menimbulkan resiko. Menurut Weston dan Brigham (1984), resiko yang timbul akibat digunakannya leverage keuangan yang melebihi resiko bisnis yang mendasar dan harus ditanggung pemegang saham biasa ini disebut risiko keuangan. Perusahaan dengan leverage keuangan yang tinggi akan dapat berakibat adanya kesulitan keuangan (*financial distress*) untuk dapat menyelesaikan kewajiban hutangnya. Dengan kata lain bahwa leverage keuangan dapat berakibat baik dan buruk bagi perusahaan. Oleh karena itu leverage keuangan ini dapat menyebabkan perusahaan berkembang lebih baik (kinerja yang baik), akan tetapi juga dapat mengakibatkan kemunduran perusahaan (kinerja yang buruk) bahkan dapat berakibat lebih jauh pada kondisi kepailitan/bangkrut.

Dalam hal pengukuran kinerja perusahaan sebagai dampak dari penggunaan hutang dalam struktur modalnya Opler dan Titman (1994) menggunakan ukuran pertumbuhan penjualan, laba operasi dan return saham sebagai indikator kinerja perusahaan. Pertumbuhan penjualan adalah variabel yang paling banyak terpengaruh oleh adanya kondisi baik internal maupun eksternal perusahaan. Dengan adanya perubahan pada penjualan maka selanjutnya akan dapat mempengaruhi profitabilitas (laba operasi) dan nilai perusahaan yang tercermin dari harga saham. Weston dan Brigham (1994) menyatakan bahwa leverage akan berpengaruh terhadap EPS (earning per share) atau laba per lembar saham oleh karena itu juga akan mengakibatkan perubahan harga saham.

Pada saat ini akan diteliti delapan sektor industri dari sembilan sektor industri menurut Bursa Efek Jakarta. Sektor keuangan dan perbankan sengaja dikeluarkan dari penelitian ini dengan pertimbangan bahwa sektor keuangan dan perbankan memiliki spesifikasi dan sifat yang berbeda dalam hal kegiatan operasionalnya maupun dalam hal kebijakan dalam pelaporan keuangannya.

Dari data leverage keuangan perusahaan yang dikumpulkan pada tahun 1996 dapat diketahui bahwa ternyata rata-rata tingkat leverage keuangan industri (delapan industri yang go public di BEJ) adalah antara 0,45 sampai dengan 0,59 (lihat Gambar I.1). Secara umum dapat dikatakan bahwa industri-industri tersebut cenderung memiliki leverage keuangan yang tinggi.

Hal ini terjadi karena adanya tawaran untuk mendapatkan kredit dengan bunga rendah dari luar negeri, sehingga seolah-olah perusahaan-perusahaan di Indonesia berlomba-lomba untuk mendapatkan hutang.

Tabel 1.1

Rata-rata leverage keuangan (Debt to Equity Ratio) delapan industri yang sahamnya diperdagangkan di Bursa Efek Jakarta

SEKTOR INDUSTRI	RATA-RATA LEVERAGE KEUANGAN
Pertanian	0.45
Pertambangan	0.45
Industri dasar dan kimia	0.52
Aneka industri	0.59
Industri barang konsumsi	0.45
Property dan realestate	0.58
Infrastruktur, utilitas dan transportasi	0.48
Perdagangan, jasa dan investasi	0.54

Sumber: Indonesian Capital Market Directory 1999

Dari sembilan sektor usaha yang digolongkan menurut JASICA, sengaja dalam penelitian kali ini sektor keuangan tidak akan diteliti. Hal ini dilakukan untuk menghindari bias, karena sektor keuangan secara umum memiliki cara penyajian dan kebijakan akuntansi yang relatif berbeda dengan sektor yang lain.

Krisis moneter yang ditandai dengan merosotnya nilai rupiah dibanding dengan nilai dollar telah terjadi di kawasan Asia sejak pertengahan tahun 1997. Bagi Indonesia krisis moneter tersebut dirasakan jauh lebih parah dibanding dengan negara-negara lain. Hal ini dapat terjadi karena rapuhnya sendi-sendi perekonomian dan rusaknya sistem usaha di Indonesia. Praktek-praktek bisnis telah terbiasa dengan cara-cara yang serba manja. Fasilitas, proteksi dan katabelece menjadi kunci sukses sebuah usaha di Indonesia. Korupsi, kolusi dan nepotisme telah menjadi budaya bagi dunia usaha dan pemerintahan mulai dari pusat sampai daerah.

Depresiasi rupiah, tingginya suku bunga dan melajunya tingkat inflasi seolah terus merusak dunia usaha. Akibatnya hampir semua sektor usaha mengalami kelumpuhan. Keadaan ini telah mendorong perusahaan-perusahaan terjebak dalam kesulitan liquiditas dan hilangnya pangsa pasar karena rendahnya daya beli masyarakat.

Adanya krisis moneter yang diikuti dengan krisis ekonomi akan berakibat secara umum bagi perusahaan publik pada merosotnya kinerja keuangan dan selanjutnya dapat berdampak pada kondisi kepailitan. Menurut Mas'ud Machfoedz (1999), rentannya perusahaan terhadap adanya gejolak krisis ekonomi adalah disebabkan oleh banyak faktor; *pertama*, perusahaan yang go-publik pada umumnya menggunakan unsur elemen import pada bahan bakunya; *kedua*, hampir seluruh perusahaan yang go-publik di BEJ mempunyai hutang dalam bentuk dollar Amerika, dan tidak dilakukan

hedging. Kondisi tingginya pinjaman dalam bentuk dollar oleh perusahaan— perusahaan di Indonesia yang tidak diperkuat dengan melakukan *hedging*, mengakibatkan perusahaan tidak mampu memenuhi kewajibannya begitu terjadi depresiasi rupiah terhadap dollar. *Ketiga*, kebanyakan perusahaan besar di Indonesia memperoleh proteksi dari pemerintah (Semen Cibinong, Semen Gresik, Indofood, Bogasari, Bank BNI, Telkom, dan sebagainya); *keempat*, perusahaan yang go-publik di BEJ relatif menjual sahamnya dalam jumlah kecil (kurang dari 40%) dengan demikian pengawasan oleh publik kurang efektif.

Baradita katopo; (1998), menyatakan bahwa dampak krisis ekonomi terhadap dunia usaha semakin lengkap dengan adanya lonjakan suku bunga bank. Pada tanggal 23 Maret 1998, Bank Indonesia (BI) menaikkan suku bunga Sertifikat Bank Indonesia (SBI) sampai ke level diatas 40-an persen, sehingga bunga deposito berjangka satu bulan terderek ke kisaran 50-67 persen, dan bunga kredit terdongkrak menjadi 70-an persen.

Merosotnya kinerja keuangan perusahaan apabila tidak segera dicari solusi terbaik akan dapat mengarah pada potensi kepailitan. Menurut laporan keuangan September 1997 yang disampaikan oleh 275 emiten yang listed di Bursa Efek Jakarta (BEJ), sekitar 23 persen atau 63 emiten menderita rugi (uang & efek, 1998). Paling tidak sampai dengan bulan Februari 2000 sudah ada sekitar 17 emiten terancam pailit dan dua emiten sudah dinyatakan palilit oleh Pengadilan Niaga (Investor, 2000). Ke tujuh belas emiten ini semuanya

tercatat sebagai debitor yang ditangani Badan Penyelesaian Perbankan Nasional (BPPN) dan bukan tidak mungkin untuk ikut dinyatakan pailit apabila proses restrukturisasi tidak menunjukkan hasil yang baik.

Krisis ekonomi yang membawa dampak buruk bagi dunia usaha ternyata mengakibatkan pengaruh yang tidak sama pada sektor-sektor industri tertentu. Ada industri yang sangat terpuruk karena kondisi krisis ekonomi, seperti industri properti dan real estate. Akan tetapi ada juga industri yang justru mengambil keuntungan dari adanya krisis ekonomi, seperti industri pertanian (tambak udang di sepanjang pantai utara Jawa, karet dan meubelair), khususnya industri yang berbasis pada usaha dalam negeri dengan orientasi ekspor. Dengan demikian kepekaan suatu industri terhadap kondisi ekonomi adalah berbeda-beda. Hal ini terjadi karena resiko dan tingkat pertumbuhan industri juga tidak sama.

## **1.2 Perumusan Masalah**

Proporsi hutang yang ditunjukkan dengan leverage keuangan bagi perusahaan akan dapat menghasilkan kemampuan untuk beroperasi lebih luas sehingga akan memiliki daya untuk meningkatkan kinerja keuangannya. Sebaliknya, leverage keuangan yang menimbulkan beban hutang juga akan dapat berakibat merosotnya kinerja keuangan karena beban hutang bersifat tetap dan alokasi hutang yang tidak mampu menghasilkan nilai lebih. Kinerja keuangan perusahaan pada dasarnya juga akan dipengaruhi oleh kondisi

sektor industri dimana perusahaan tersebut berada. Baik tidaknya sektor industri sedikit banyak akan berpengaruh pada kemampuan perusahaan dalam menghasilkan kinerja keuangan. Tingginya leverage keuangan beberapa perusahaan dan disusul dengan sektor industri yang lesu yang diakibatkan oleh krisis ekonomi, merupakan fenomena yang menarik untuk diteliti lebih jauh.

Dari uraian diatas maka rumusan masalah yang akan di teliti pada kali ini yaitu bagaimana pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

### **1.3 Tujuan dan Manfaat Penelitian**

Tujuan yang diharapkan akan diperoleh dari penelitian kali ini adalah;

1. Menganalisis pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan return saham.
2. Menganalisis pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan.
3. Menganalisis pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan laba operasi.

Manfaat yang diharapkan dari penelitian kali ini adalah;



1. Membantu para investor, calon investor, kreditur, dan pengguna lainnya dalam melakukan pertimbangan untuk membuat keputusan yang rasional dalam hal yang berkaitan dengan leverage keuangan dan implikasinya terhadap kinerja keuangan perusahaan pada suatu sektor industri tertentu.
2. Bagi pihak manajemen penelitian ini diharapkan mampu memberikan acuan dalam menetapkan kebijakan yang berkaitan dengan leverage keuangan, khususnya yang berkaitan dengan upaya meningkatkan kinerja keuangan perusahaan.
3. Melengkapi khasanah kajian ilmiah mengenai kesulitan keuangan, sektor industri, leverage keuangan, profitabilitas serta pengukuran kinerja keuangan perusahaan.

## BAB II

### TELAAH PUSTAKA DAN KERANGKA PEMIKIRAN TEORITIS

Dalam bab II ini akan dibahas mengenai konsep-konsep teoritis tentang leverage keuangan serta pengaruhnya terhadap beberapa variabel sehingga terbangun sebuah kerangka berfikir yang akan dijadikan landasan dalam tesis ini.

Kinerja keuangan perusahaan dapat dipengaruhi oleh kondisi eksternal dan internal. Pengaruh eksternal perusahaan dapat berupa kondisi perekonomian, sosial, politik, budaya dan kondisi industri dimana perusahaan tersebut berada. Sedangkan pengaruh internal berasal dari apa yang dimiliki oleh perusahaan. Dalam menilai hal-hal yang berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan seharusnya kita tidak melakukan hanya dari satu sisi, baik dari sisi internal saja atau eksternal saja. Penilaian pengaruh leverage keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan tidak saja dilakukan dari faktor internal perusahaan, faktor eksternal juga perlu diperhatikan dalam melakukan penilaian terhadap kinerja keuangan perusahaan. Pengaruh eksternal yang dapat mempengaruhi perusahaan adalah kondisi industri, kondisi ekonomi, kebijakan pemerintah, kondisi sosial budaya dan lain-lain.

Kinerja keuangan suatu perusahaan bukan hanya hasil dari besarnya omset penjualan yang dapat di capai, *profit margin* yang dapat di hasilkan, atau besarnya output yang dapat diproduksi. Kondisi lemahnya suatu industri

sedikit banyak akan berpengaruh terhadap prestasi perusahaan. Perusahaan yang berada dalam industri yang sedang merosot, secara umum kita dapat mengatakan bahwa wajar apabila kinerjanya juga akan mengalami penurunan, atau dapat dikatakan bahwa penurunan kinerja keuangan perusahaan tersebut disebabkan oleh merosotnya kondisi suatu sektor industri. Akan tetapi yang perlu dipertanyakan adalah apakah dalam kondisi suatu industri yang merosot diikuti oleh semua perusahaan yang berada di dalam industri tersebut, kalau tidak faktor-faktor apa yang menjadi penyebab perbedaan itu, kemudian bagaimana dengan perusahaan yang berada pada kondisi industri yang lebih baik.

Dalam meneliti pengaruh leverage keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan perlu diidentifikasi mengenai sektor industri dimana perusahaan tersebut berada. Apakah leverage keuangan tersebut akan berdampak yang sama terhadap semua sektor industri atau tidak.

Selanjutnya, setelah diidentifikasi mengenai kondisi perusahaan dan industrinya, kemudian di cari faktor-faktor lain yang dapat mempengaruhi hubungan leverage terhadap kinerja keuangan perusahaan. Faktor-faktor ini secara umum menunjukkan kemampuan perusahaan dalam memanfaatkan sumber daya yang dimiliki selama kegiatan operasinya sehingga perusahaan mendapatkan prestasi yang diinginkan. Hal yang tidak kalah penting adalah mengenai variabel-variabel yang akan digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan. Kinerja keuangan perusahaan tersebut harus dapat

menggambarkan tidak saja dari tinjauan intern perusahaan, tetapi juga kinerja keuangan perusahaan dilihat dari luar perusahaan yang tercermin dari nilai perusahaan.

## **2.1 Telaah Pustaka atas Leverage Keuangan dan Dampaknya**

### **2.1.1 Struktur Modal**

Kebijakan mengenai struktur modal merupakan perhitungan yang mempertimbangkan antara tingkat kemampuan pengembalian dan resiko yang harus ditanggung. Menurut Weston dan Brigham (1990) struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang mengoptimalkan keseimbangan antara resiko dan pengembalian sehingga memaksimumkan harga saham. Dengan kata lain struktur modal yang optimal adalah struktur modal yang dapat meminimumkan biaya penggunaan modal rata-rata (average cost of capital).

Adanya penambahan utang akan dapat memperbesar resiko perusahaan tetapi diharapkan juga akan dapat memperbesar tingkat pengembalian. Resiko yang semakin tinggi akibat digunakannya utang dapat berpengaruh terhadap penurunan harga saham, akan tetapi meningkatnya pengembalian sebagai akibat digunakannya utang akan dapat menaikkan saham. Begitulah sehingga akan dicapai titik yang ditargetkan akan dicapai oleh perusahaan.

Beberapa hal yang sering digunakan dalam menentukan struktur modal dikemukakan oleh Weston dan Brigham (1990), dan Bambang riyanto (1994) sebagai berikut;

1. Tingkat suku bunga. Pada waktu merencanakan pemenuhan kebutuhan modal perusahaan sangat dipengaruhi oleh berapa tingkat suku bunga yang berlaku pada waktu itu. Tingkat suku bunga akan mempengaruhi pemilihan jenis pembiayaan apa yang akan diambil.
2. Pengurangan pajak. Dengan menggunakan utang maka biaya bunga dapat dikurangkan dalam perhitungan pajak (*deductible*), sehingga menurunkan biaya utang yang sesungguhnya.
3. Stabilitas dari pendapatan. Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil akan selalu dapat memenuhi kewajiban keuangannya sebagai akibat dari penggunaan modal asing. Sebaliknya perusahaan yang mempunyai pendapatan yang tidak stabil dan *unpredictable* akan menanggung resiko tidak dapat membayar beban bunga atau tidak dapat membayar angsuran-angsuran utangnya pada tahun-tahun kedepan atau keadaan yang buruk.
4. Susunan dari aktiva. Kebanyakan perusahaan industri di mana sebagian besar dari modalnya tertanam dalam aktiva tetap (*fixed assets*), akan mengutamakan pemenuhan kebutuhan modalnya dari modal yang permanen, yaitu modal sendiri, sedang modal asing sifatnya adalah sebagai pelengkap. Sebaliknya perusahaan yang sebagian besar dari

aktivanya dalam bentuk aktiva lancar akan cenderung mengutamakan pemenuhan kebutuhan dananya dengan utang jangka pendek.

5. Kadar resiko dari aktiva. Makin lama modal diikatkan dalam aktiva, makin tinggi resikonya, makin mendesak keperluan akan pembelanjaan seluruh atau sebagian besar dengan modal sendiri. Apabila suatu aktiva peka terhadap resiko, maka perusahaan harus lebih banyak membelanjai dengan modal sendiri, modal yang tahan resiko dan sedapat mungkin mengurangi pembelanjaan dengan modal asing.
6. Sifat manajemen. Seorang manajer yang bersifat optimis yang memandang masa depan dengan cerah, yang mempunyai keberanian untuk menanggung resiko yang besar, akan lebih berani untuk membiayai pertumbuhan penjualannya dengan dana yang berasal dari utang (*debt financing*) meskipun metode pembelanjaan dengan utang ini memberikan beban finansial yang tetap. Sebaliknya manajer yang bersifat pesimis, yang serba takut untuk menanggung resiko akan lebih suka membelanjai pertumbuhan penjualannya dengan dana yang berasal dari sumber intern atau dengan modal saham yang tidak mempunyai beban finansial yang tetap.
7. Besarnya perusahaan. Suatu perusahaan yang besar dimana sahamnya sangat luas, setiap perluasan modal saham hanya akan mempunyai pengaruh yang kecil terhadap kemungkinan hilangnya atau tergesernya control dari pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan.

Sebaliknya perusahaan yang kecil di mana sahamnya hanya tersebar di lingkungan kecil, penambahan jumlah saham akan mempunyai pengaruh yang besar terhadap kemungkinan hilangnya kontrol pihak dominan terhadap perusahaan yang bersangkutan. Dengan demikian maka pada perusahaan yang besar di mana sahamnya tersebar sangat luas akan lebih berani mengeluarkan saham baru dalam memenuhi kebutuhannya untuk membiayai pertumbuhan penjualan di bandingkan dengan perusahaan yang kecil.

### 2.1.2 Kesulitan Keuangan

Telah disebutkan diatas bahwa leverage keuangan perusahaan akan dapat berdampak negatif berupa kesulitan keuangan. Penelitian mengenai prediksi potensi kebangkrutan yang ditandai dengan kesulitan keuangan suatu perusahaan telah banyak dilakukan oleh para peneliti. Prediksi kebangkrutan ini dibangun dari teknik analisa rasio-rasio keuangan. Machfoedz (1996 dan 1997) memberikan gambaran tentang rasio-rasio keuangan penting yang bisa membantu para pengguna laporan keuangan menilai kinerja keuangan perusahaan. Rasio-rasio keuangan tersebut terdiri dari banyak rasio yang bisa dikelompokkan menjadi *liquidity*, *solvency*, *leverage*, *profitability*, *turnover*, dan *indebteness*, tergantung dari kebutuhan analisa. Bambang riyanto (1998), menggolongkan rasio finansial berdasarkan sumbernya yaitu; *pertama*; rasio-rasio neraca. Rasio-rasio ini disusun berdasarkan data yang berasal dari neraca, misalnya current ratio, acid-test

ratio, current asset to total asset ratio, current liabilities to total assets ratio, dan seterusnya. *Kedua*; rasio-rasio laporan rugi laba. Rasio-rasio ini disusun berdasarkan data yang berasal dari laporan rugi-laba, misalnya gross profit margin, net operating margin, operating ratio dan seterusnya. *Ketiga*; rasio-rasio antar laporan. Rasio-rasio ini disusun berdasarkan data yang berasal dari neraca dan laporan rugi laba, misalnya assets turnover, inventory turnover, receivable turnover dan seterusnya.

Machfoedz (1999), menguji kinerja keuangan perusahaan yang menghasilkan bukti bahwa kinerja keuangan perusahaan-perusahaan yang berada di negara-negara ASEAN menunjukkan banyak yang kurang sehat, terutama pada kinerja jangka pendeknya. Dari keempat negara yang dijadikan sampel, Thailand merupakan negara yang mempunyai tingkat ketidak sehatan kinerja keuangan paling parah, baik kinerja keuangan jangka pendek, jangka panjang, maupun profitabilitasnya. Disusul kemudian Indonesia, Malaysia, dan terakhir Singapura. Dari hasil penelitian ini bisa diambil gambaran bahwa dampak krisis moneter yang datang di pertengahan 1997, sangat masuk akal, bahwa Thailand negara yang paling awal terkena dampak menyusul Indonesia, Malaysia, dan terakhir Singapura. Hal ini disebabkan oleh adanya kerentanan kinerja keuangan negara-negara tersebut.

Dalam bidang deteksi kesulitan keuangan (*financial distress*) dan kebangkrutan perusahaan, Beaver (1966 dan 1968) melakukan studi untuk



menentukan rasio keuangan yang bisa digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan yang menjual sahamnya di pasar modal New York. Sampel yang digunakan adalah 79 perusahaan yang dikategorikan gagal dan 79 perusahaan yang dikategorikan sehat. Kegagalan perusahaan ditandai oleh adanya kebangkrutan, gagal menyelesaikan utang obligasi, rekening bank yang negatif, atau gagal menyelesaikan kewajiban saham preferen. Pengujian yang digunakan adalah dengan membedakan lima rasio keuangan selama lima tahun berturut-turut sebelum perusahaan mengalami kesulitan keuangan. Kelima rasio keuangan itu adalah cash flows to total debt, net income to total asset, total debt to total assets, working capital to total asset dan current ratio. Beaver menemukan adanya perusahaan yang gagal dalam menyelesaikan kewajiban keuangan mempunyai rasio-rasio keuangan yang jauh lebih rendah dibandingkan dengan rasio keuangan perusahaan sehat. Perhitungan rata-rata (mean ) kelima rasio keuangan antara perusahaan yang gagal dan perusahaan yang sehat secara signifikan berbeda.

Studi mengenai potensi kebangkrutan yang dilakukan oleh Altman (1968) dengan mengkombinasikan beberapa rasio keuangan menjadi model potensi kebangkrutan dengan teknik statistik, yaitu analisis diskriman yang dapat digunakan untuk memprediksi kebangkrutan perusahaan. Altman mengambil 66 perusahaan sebagai sampel untuk dianalisis. Dari penelitiannya tersebut Altman menemukan model yang disebut Z score. Z score adalah skor yang ditentukan dari hitungan standar kali nisbah-nisbah

keuangan yang menunjukkan tingkat kemungkinan kebangkrutan perusahaan.

Ilya Avianti (1999) melakukan pengujian model prediksi kepailitan atas emiten-emiten di Bursa Efek Jakarta, kecuali emiten keuangan dan perbankan dengan waktu pengamatan sebelum dan selama krisis ekonomi (1995-1997). Dari penelitiannya Avianti menemukan bahwa terdapat indikator-indikator keuangan yang dominan didalam pembentukan model prediksi kepailitan suatu emiten. Model-model prediksi kepailitan suatu emiten yang telah terbentuk dengan metode statistik multivariat diskriminan linear, diskriminan linear yang dikombinasikan dengan principal component analysis (PCA) dan regresi logistik membuktikan bahwa indikator-indikator keuangan yang dinyatakan dengan rasio-rasio keuangan ternyata signifikan pada taraf 5% sebagai variabel prediktor suatu emiten. Model yang dibentuk dari indikator-indikator keuangan dominan menunjukkan keterkaitan antara indikator-indikator tersebut dengan kepailitan suatu emiten. Implementasi model yang diujikan pada data lain menunjukkan bahwa model yang dibentuk sesuai dengan fenomena ekonomi dan dapat digunakan untuk memprediksi kepailitan emiten dengan data tahun 1999. Pengujian model prediksi 1 tahun (1998) yang dilakukan terhadap model menunjukkan ketepatan sebesar 91% dan model prediksi 2 tahun sebelum pailit menunjukkan ketepatan sebesar 73,21% dan model 3 tahun sebelum pailit menunjukkan ketepatan sebesar 89,74%. Hasil peneitian yang dilakukan oleh Avianti ini menggunakan 47

rasio keuangan, dan dibuat dalam bentuk model menghasilkan 7 rasio keuangan dominan untuk dapat memprediksi kepailitan setahun kedepan. Prediksi kebangkrutan satu tahun kedepan didominasi oleh rasio leverage, prediksi 2 tahun kedepan rasio yang dominan adalah rasio long term solvency, sedangkan untuk prediksi tiga tahun kedepan, rasio equity merupakan rasio yang dominan.

Studi yang dilakukan oleh Opler dan Titman (1994) yang menguji pengaruh kesulitan keuangan terhadap performa perusahaan menggunakan tingkat leverage perusahaan untuk mengukur tingkat kesulitan keuangan perusahaan. Opler dan Titman memilih sampel yang leveragenya rendah sebagai *proxy* perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan, dan perusahaan yang leveragenya tinggi sebagai *proxy* perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan. Studi yang dilakukannya menunjukkan bahwa dalam kondisi suatu industri yang mengalami kesulitan, perusahaan dengan leverage keuangan yang tinggi akan kehilangan pangsa pasar dibanding dengan perusahaan yang leveragenya rendah. Hasil yang sama juga terjadi pada return saham, dalam kondisi suatu industri yang mengalami kesulitan, perusahaan dengan leverage keuangan yang tinggi akan mengalami penurunan return saham lebih besar dibanding dengan perusahaan dengan leverage keuangan yang rendah.

Pada dasarnya kinerja keuangan perusahaan dapat berasal dari dampak dari prestasi perusahaan itu sendiri dan dapat juga merupakan hasil

dari pengaruh kondisi lesunya (kemerosotan) yang terjadi pada suatu industri. Dengan kata lain kondisi suatu sektor industri dimana perusahaan tersebut berada akan dapat ikut mempengaruhi kinerja keuangan suatu perusahaan. Oleh karena itu dalam meneliti kinerja keuangan perusahaan tidak dapat dilepaskan pengaruh kondisi perusahaan dan kondisi suatu sektor industri dimana perusahaan berada.

### 2.1.3 Leverage Keuangan

Menurut Weston dan Brigham (1994), leverage adalah merupakan seberapa besar penggunaan aktiva (dalam *operating leverage*) atau dana (dalam *financial leverage*) dimana atas penggunaan aktiva atau dana tersebut perusahaan harus menutup biaya tetap atau beban tetap. Leverage keuangan didefinisikan oleh Weston dan Brigham sebagai suatu ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana sekuritas berpenghasilan tetap (utang dan saham preferen) digunakan dalam struktur modal perusahaan. Dalam hal ini seperti dinyatakan oleh Bambang Riyanto (1998), *debt ratio* atau *leverage factor* adalah rasio antara jumlah utang dengan jumlah aktiva (*total debt to total assets ratio*).

Salah satu tujuan penggunaan leverage keuangan adalah untuk memperbesar pendapatan para pemegang saham biasa. Gregor Andrade dan Steven N. Kaplan (1998), menguji pengaruh transaksi yang menggunakan leverage keuangan terhadap perusahaan yang memiliki leverage keuangan yang tinggi dengan perusahaan dengan leverage

keuangan yang lebih rendah. Dari penelitiannya, Gregor Andrade dan Steven N. Kaplan menemukan bahwa transaksi yang dibiayai dengan suatu tingkat leverage keuangan memiliki pengaruh negatif terhadap kinerja perusahaan. Artinya perusahaan yang melakukan transaksi dengan tingkat leverage keuangan yang tinggi akan menghasilkan prestasi yang lebih rendah dibanding dengan perusahaan yang melakukan transaksi dengan leverage keuangan yang rendah.

Menurut Mas'ud Machfoedz (1989), perusahaan yang mempunyai leverage keuangan rendah akan mempunyai risiko kerugian yang lebih kecil ketika keadaan ekonomi merosot, dan mempunyai kesempatan memperoleh laba rendah ketika ekonomi melonjak menjadi baik. Sebaliknya, perusahaan yang mempunyai leverage keuangan tinggi, mempunyai risiko menanggung rugi yang besar ketika keadaan ekonomi merosot tetapi mempunyai kesempatan memperoleh laba yang besar ketika keadaan ekonomi membaik. Sehingga kebijakan untuk meningkatkan laba perusahaan memang dapat diperoleh dengan menggunakan hutang dengan biaya lebih rendah dari pengembalian modal, namun dengan adanya hutang yang tinggi (yang menghasilkan leverage keuangan tinggi) juga dapat membawa risiko yang tinggi.

Dengan menggunakan leverage keuangan perusahaan tidak hanya akan mendapatkan keuntungan, akan tetapi juga dapat mengakibatkan kerugian. Hal ini terjadi karena dengan leverage keuangan berarti pula

perusahaan membebankan resiko dari beban tetap kepada pemegang saham. Penggunaan leverage keuangan yang terlalu tinggi akan dapat mengganggu kemampuan perusahaan dalam menghasilkan laba. Akhirnya perusahaan dengan jumlah hutang yang tinggi akan mengalami kondisi keuangan yang buruk dan terancam pailit. Dalam menganalisa dengan rasio leverage, terdapat empat rasio yang sering digunakan. Keempat rasio tersebut adalah rasio total hutang dan total aktiva (*total debt to total assets ratio*), ratio penutup (*coverage ratio*), penutup beban tetap (*fixed charge coverage*), penutup aliran kas (*cash flow coverage*).

Opler dan Titman (1994), menggunakan rasio total hutang dan total aktiva (*total debt to total assets ratio*) untuk mengukur apakah perusahaan berada dalam kondisi kesulitan keuangan (*financial distress*) atau tidak. Perusahaan dibedakan antara yang memiliki leverage keuangan tinggi dengan yang memiliki leverage keuangan rendah. Hasil perhitungan Opler dan Titman adalah perusahaan dengan leverage keuangan antara 0 (nol) sampai dengan 39.2 persen sebagai perusahaan dengan leverage keuangan rendah, sementara perusahaan dengan leverage keuangan 39,2 persen keatas disebut dengan perusahaan dengan leverage keuangan tinggi. Penentuan batas leverage keuangan tinggi dan leverage keuangan rendah dilakukan dengan mencari rata-rata leverage keuangan semua industri. Perusahaan yang memiliki leverage keuangan diatas rata-rata dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki leverage keuangan yang tinggi.

Sebaliknya perusahaan yang memiliki leverage keuangan dibawah rata-rata dikategorikan sebagai perusahaan yang memiliki leverage keuangan rendah.

#### **2.1.4 Kerugian Adanya Kesulitan Keuangan**

Didepan telah di singgung bahwa kesulitan keuangan dapat menguntungkan juga dapat merugikan. Salah seorang yang berusaha untuk mengukur biaya dari adanya kesulitan keuangan adalah Altman (1984) yang menguji sampel perusahaan yang pada akhirnya akan mengalami kebangkrutan. Altman mempunyai dua cara dalam mengestimasi biaya kesulitan keuangan. Pengukuran pertama adalah penurunan penjualan satu perusahaan dibanding dengan yang lain dalam satu industri, dan kedua adalah perbedaan antara pendapatan aktual perusahaan dengan rencana pendapatan selama tiga tahun sebelum mengalami bangkrut. Walaupun kedua bentuk pengukuran menunjukkan bahwa perusahaan yang mengalami kesulitan akan mengalami kerugian baik pendapatan dan penjualan, akan tetapi hal ini belum tentu bahwa kerugian ini disebabkan oleh kesulitan keuangan. Khususnya, turunnya penjualan pada perusahaan yang di teliti harus jelas diidentifikasi pada suatu kenyataan bahwa turunya penjualan ini disebabkan oleh kesulitan keuangan. Dengan kata lain, hubungan sebab akibat antara turunya penjualan dan kesulitan keuangan mungkin tidak sesuai dengan asumsi yang dipakai oleh Altman.

Opler dan Titman (1994), menyatakan bahwa perusahaan yang leverage keuangannya tinggi akan kehilangan pangsa pasar dibanding

dengan perusahaan pesaing yang memiliki leverage keuangan lebih rendah dalam industri yang sedang lesu. Selanjutnya Opler dan Titman menjelaskan bahwa hilangnya pangsa pasar ini bisa jadi karena pengaruh dari keengganan konsumen untuk melakukan bisnis (berhubungan bisnis) dengan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Kerugian ini dapat disebut sebagai kerugian yang disebabkan oleh konsumen (*costumer-driven*). Alternatif lain, perusahaan yang secara keuangan lebih kuat mungkin mengambil keuntungan dari kondisi yang sulit ini dengan cara secara agresif melakukan pengiklanan atau melakukan potongan harga pada produk mereka dalam rangka usaha untuk menyerang pesaing. Hal ini disebut dengan kerugian yang disebabkan oleh pesaing (*competitor-driven*). Dapat pula terjadi bahwa perusahaan dengan leverage keuangan yang lebih tinggi lebih cepat mengalami ketidak efisienan atau mengalami penurunan efisiensi dibanding perusahaan dengan leverage keuangan yang lebih rendah sebagai dampak dari kondisi industri yang sedang sulit. Hal ini disebut sebagai kerugian yang disebabkan oleh manajer (*manager-driven*). Manajer dalam menghadapi kesulitan keuangan dapat melakukan langkah-langkah yang diarahkan untuk meningkatkan efisiensi. Aset-aset perusahaan yang menganggur dapat dijual, sehingga beban perusahaan akan berkurang dan perusahaan memiliki pendapatan lain diluar pendapatan operasi yang bisa dimanfaatkan untuk meningkatkan laba.



Sesungguhnya, sulit untuk menentukan apakah penurunan penjualan pada kondisi krisis ekonomi ini disebabkan oleh manager-driven, customer-driven atau competitor-driven. Walaupun demikian, dapat dikatakan bahwa perusahaan dengan atribut yang berbeda-beda pasti di sebabkan oleh ketiga sumber penurunan penjualan yang berbeda pula, dan kita dapat mengukur hubungan ini. Sebagai contoh, apabila kita mengharapkan suatu kerugian penjualan itu disebabkan oleh kompetitor (*competitor-driven*) maka faktor yang paling berpengaruh adalah konsentrasi industri. industri yang terkonsentrasi berarti memiliki tingkat persaingan yang tinggi. Oleh karena itu, jika kehilangan pangsa pasar pada perusahaan yang leverage keuangannya tinggi lebih dominan disebabkan oleh perilaku agresif dari kompetitor yang memiliki leverage lebih rendah, kita berharap bahwa leverage akan berakibat lebih kuat pada kinerja di dalam industri yang terkonsentrasi dimana terdapat potensi yang tinggi untuk interaksi diantara para kompetitor. Sebagai tambahan, turunnya penjualan karena *customer-driven* lebih dapat terjadi pada perusahaan yang memiliki pengeluaran *riset* dan *development* relatif lebih tinggi. Ide ini adalah sebagai berikut, bahwa riset dan pengembangan adalah indikator dari spesialisasi produk perusahaan, sebagaimana ditulis Opler dan Titman (1994), dan perusahaan demikian yang memiliki produk yang terspesialisasi adalah lebih sensitif pada kerugian penjualan yang disebabkan oleh konsumen (*customer-driven*) dalam kondisi kesulitan keuangan dibanding dengan perusahaan lain.

Kecenderungan pada hilangnya penjualan sebagai dampak dari leverage keuangan dapat juga sebagai dampak dari ukuran perusahaan. Perusahaan yang kecil secara keuangan lebih rentan dibanding perusahaan yang besar, dan bisa jadi lebih rentan terhadap hilangnya penjualan yang disebabkan oleh konsumen dan kompetitor (*customer-driven* dan *competitor-driven*). Perusahaan yang besar akan lebih mudah melakukan promosi dan mempengaruhi pasar sehingga perusahaan yang kecil akan dapat kehilangan pangsa pasar. Dalam kondisi kesulitan keuangan perusahaan dapat mengambil keuntungan dengan melakukan langkah-langkah agresif untuk menyerang perusahaan lain sehingga merugikan perusahaan kecil. Dengan kata lain, perusahaan yang lebih besar bisa jadi justru banyak mengambil keuntungan dari kondisi kesulitan keuangan.

#### **2.1.5 Hasil Penjualan**

Seperti diuraikan diatas bahwa variabel yang paling berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan adalah variabel hasil penjualan. Perusahaan apapun jenisnya sudah dapat dipastikan bahwa akan selalu berorientasi pada penjualan. Penjualan adalah tulang punggung dan urat nadi dari perusahaan. Perusahaan akan senantiasa meningkatkan hasil penjualan karena diyakini dengan meningkatnya hasil penjualan maka akan semakin besar profit yang diperoleh sehingga perusahaan akan semakin mampu untuk meningkatkan daya labanya. Hasil penjualan adalah merupakan dampak dari kegiatan operasional perusahaan dan cerminan respon

masyarakat terhadap suatu produk yang dihasilkan oleh perusahaan. Hasil penjualan akan mempengaruhi pertumbuhan penjualan dan akibatnya akan menghasilkan perubahan profit dan perubahan nilai perusahaan.

Opler dan Titman; 1994, menggunakan variabel penjualan untuk mengukur variabel yang berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan. Dalam penelitiannya tersebut ditemukan bahwa ternyata hasil penjualan berpengaruh positif dan signifikan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Semakin tinggi hasil penjualan perusahaan maka semakin tinggi pula kinerja keuangan perusahaan. Begitu sebaliknya semakin rendah hasil penjualan perusahaan maka akan semakin rendah pula kinerja keuangan perusahaan.

#### **2.1.6 Kinerja Keuangan Perusahaan**

Kinerja keuangan perusahaan adalah ukuran yang menunjukkan sampai sejauh mana posisi dan/atau prestasi perusahaan telah diperoleh ditinjau dari aspek keuangan. Dalam melakukan pengukuran kinerja keuangan terdapat banyak sekali cara yang dapat dilakukan. Ukuran yang sering digunakan dalam analisa kinerja keuangan adalah dengan menggunakan rasio. Menurut Bambang Riyanto (1995), pengertian rasio adalah alat yang dinyatakan dalam *arithmetical term* yang dapat digunakan untuk menjelaskan hubungan antara dua macam data finansial.

Rasio-rasio yang dapat digunakan untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan adalah sangat banyak. Salah satu dari rasio tersebut adalah

rasio aktivitas dan rasio profitabilitas. Rasio aktivitas adalah rasio-rasio yang digunakan untuk mengukur sampai seberapa besar efektivitas perusahaan dalam mengerjakan sumber-sumber dananya. Rasio aktivitas salah satunya adalah meliputi, perputaran persediaan (*inventory turn over*), periode pengumpulan piutang (*average collection period*), perputaran aktiva tetap (*fixed assets turnover*) dan perputaran total aktiva (*total assets turnover*). Rasio profitabilitas adalah rasio-rasio yang digunakan untuk menunjukkan hasil akhir dari kebijakan dan keputusan yang diambil oleh manajemen. Rasio profitabilitas digunakan untuk mengukur seberapa efektif perusahaan beroperasi sehingga menghasilkan keuntungan pada perusahaan. Rasio profitabilitas salah satu contohnya adalah laba dibanding dengan penjualan (*profit margin on sales*), rasio pengembalian aktiva (*return on total assets*), rasio pengembalian modal (*return on net worth*).

Opler dan Titman (1994), melakukan pengukuran kinerja keuangan perusahaan dengan cara membandingkan pertumbuhan penjualan, pendapatan operasi dan return saham. Ketiga hal ini yaitu pertumbuhan penjualan, pendapatan operasi dan return saham merupakan ukuran yang secara langsung akan terpengaruh oleh kebijakan dan keputusan yang diambil oleh perusahaan. Pengukuran kinerja keuangan dengan tiga variabel ini juga dapat menggambarkan prestasi dan posisi perusahaan dari sisi internal perusahaan akan tetapi juga dari sisi eksternal perusahaan yang dalam hal ini adalah pemegang saham.

### 2.1.6.1 Pertumbuhan Penjualan

Pertumbuhan penjualan dalam hal ini adalah perubahan penjualan dari satu waktu ke waktu berikutnya. Pertumbuhan penjualan ini menunjukkan sampai sejauh mana tingkat perubahan penjualan perusahaan. Perusahaan dengan pertumbuhan penjualan positif menunjukkan bahwa perusahaan tersebut tidak kehilangan pangsa pasar (tidak ditinggalkan konsumen), melakukan kegiatan usaha yang dapat menghasilkan keuntungan, menggunakan kemampuan perusahaan untuk peningkatan prestasi perusahaan serta kinerja keuangannya juga diharapkan akan ikut terpengaruh positif. Sebaliknya perusahaan dengan pertumbuhan penjualan yang negatif menunjukkan bahwa perusahaan tersebut sudah kehilangan pangsa pasarnya (ditinggalkan oleh konsumennya), penggunaan kemampuan (daya) perusahaan yang tidak dapat meningkatkan keuntungan dan prestasi perusahaan sehingga secara umum akan dapat membawa pada kinerja keuangan yang tidak baik.

Diatas telah disebutkan bahwa perusahaan yang sedang mengalami kesulitan keuangan akan dapat kehilangan pangsa pasar dibanding dengan perusahaan pesaing yang memiliki tingkat kesehatan keuangan relatif lebih baik dalam kondisi krisis ekonomi. Opler dan Titman, 1994, menjelaskan bahwa hilangnya pangsa pasar ini bisa jadi karena pengaruh dari keengganan konsumen untuk melakukan bisnis (berhubungan bisnis) dengan perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan. Kerugian ini oleh Opler dan

Titman disebut sebagai kerugian yang disebabkan oleh konsumen (*costumer-driven*).

Perusahaan yang ditinggalkan konsumennya akan kehilangan pangsa pasar dan terjadi penurunan omset penjualan. Penurunan omset penjualan ini akan membawa dampak pada penurunan pertumbuhan penjualan. Dengan demikian penurunan penjualan dapat menggambarkan kinerja keuangan perusahaan.

#### **2.1.6.2 Laba Operasi**

Menurut standart akuntansi keuangan, 1994, laba operasi adalah keuntungan operasional, yaitu net sales yang telah dikurangi harga pokok penjualan dan dikurangi beban operasional (*operating expenses*). Laba operasi perusahaan akan terpengaruh oleh adanya penurunan penjualan. Leverage keuangan dan kondisi industri akan dapat mempengaruhi penjualan perusahaan yang selanjutnya juga akan menurunkan laba operasi.

Kesulitan keuangan juga dapat menyebabkan manajer melakukan langkah-langkah dalam rangka melakukan efisiensi. Manajer akan merasa tertantang untuk mengurangi beban-beban perusahaan yang seharusnya tidak ditanggung perusahaan. Manajer juga dapat mempertimbangkan untuk menjual aset-aset yang tidak produktif sehingga beban akibat aset-aset yang tidak produktif juga akan berkurang. Langkah-langkah ini dapat dilakukan manajer dalam rangka untuk mengurangi beban perusahaan sehingga dapat meningkatkan pendapatan operasi.

Telaah kali ini ingin menganalisis sejauh mana pengaruh kondisi industri dan leverage keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan. Apabila leverage keuangan ini memiliki pengaruh yang positif maka diharapkan leverage keuangan ini akan mampu meningkatkan laba operasi perusahaan. Dengan suatu leverage tertentu diharapkan perusahaan akan lebih mampu melakukan operasionalnya - dibanding seluruh kegiatan operasioanalnya harus dibiayai dengan dana sendiri- sehingga akan mampu menciptakan produk yang lebih efisien, lebih unggul dan mampu memenangkan persaingan sehingga meningkatkan pangsa pasar.

Peningkatan pangsa pasar (ditandai dengan pertumbuhan penjualan), maka diharapkan laba operasi juga akan ikut naik. Opler dan Titman, 1994 menggunakan variabel laba operasi untuk mengukur kinerja perusahaan. Dalam penelitiannya Opler dan Titman menghubungkan antara kesulitan keuangan dengan laba operasi perusahaan. Jika kesulitan keuangan (ditandai dengan leverage keuangan yang tinggi) itu merugikan, maka perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan mengalami kesulitan operasional. Atau bisa jadi perusahaan justru mengalami keuntungan dengan adanya kesulitan keuangan yaitu dengan adanya perubahan efisiensi operasi, kemudian perusahaan yang mengalami kesulitan keuangan akan memiliki kinerja lebih baik dibanding dengan perusahaan yang tidak mengalami kesulitan keuangan. Hal ini sesuai dengan asumsi yang digunakan oleh Opler dan Titman, 1994 dalam penelitiannya.

### 2.1.6.3 Return Saham

Saham adalah merupakan ukuran yang cukup baik dalam menilai perusahaan. Harga saham menunjukkan nilai yang dikandung perusahaan. Semakin tinggi nilai perusahaan maka semakin tinggi harga saham, semakin tinggi harga saham berarti semakin tinggi return saham. Return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas investasi saham yang dilakukan. Return saham terdiri dari dua hal yaitu capital gain dan deviden. Capital gain adalah keuntungan yang didapatkan oleh pemodal karena selisih harga. Sedang deviden adalah penghasilan yang diberikan oleh emiten kepada para pemegang saham perusahaannya, atas pendapatan yang di hasilkan oleh perusahaan.

Mungkin cara yang terbaik untuk menentukan apakah hilangnya penjualan pada perusahaan yang diteliti akan mengakibatkan biaya atau justru menguntungkan pada saat kesulitan keuangan terjadi adalah dengan menguji dampak dari kesulitan keuangan pada nilai perusahaan. Opler dan Titman, 1994. menguji perubahan dari harga saham dan pendapatan operasi. Hasilnya menunjukkan bahwa pendapatan saham dari perusahaan dengan leverage yang lebih tinggi dalam kondisi industri yang sedang lesu adalah lebih rendah secara substansial dibanding dengan pesaing yang memiliki leverage lebih rendah. Hal ini, tentu saja, akan bias jika harga saham dari perusahaan dengan leverage yang lebih tinggi akan lebih sensitif terhadap



diketahui apakah suatu perusahaan berada diatas rata-rata industri, pada rata-rata industri atau dibawah rata-rata industri.

Untuk dapat mengklasifikasikan suatu perusahaan kedalam industri tertentu, sering kali tidak mudah karena kegiatan usaha yang dilakukan sangat spesifik, atau perusahaan telah melakukan diversifikasi ke bidang lain di luar industri yang semula dilakukannya. Terlepas dari kekurangan diatas, tetap perlu dilakukan klasifikasi atas industri.

Cara yang sering dilakukan dalam mengklasifikasikan perusahaan kedalam industri adalah dengan mendasarkan pada *International Standart Industrial Clasification* (ISIC) sistem. Sistem ini menggunakan kode dengan jumlah *digit* tertentu. Jumlah *digit* yang kecil menunjukkan klasifikasi dengan dasar yang lebih luas, dan makin banyak *digit* makin terinci klasifikasi yang dilakukan.

Selain menggunakan sistem ISIC, ada juga yang mengklasifikasikan dengan berdasarkan pada mata dagangan (SITC), atau menggunakan klasifikasi yang disesuaikan dengan kondisi pasar modal, cara ini dilakukan pada Bursa Efek Jakarta (BEJ). Semua emiten diklasifikasikan ke dalam sembilan sektor (industri) yang disebut JASICA (Jakarta Stock Exchange Industrial Clasification) sebagai berikut;

1. Sektor pertanian;
2. Sektor pertambangan;
3. Sektor industri dasar;

4. Sektor aneka industri;
5. Sektor industri barang-barang konsumsi;
6. Sektor properti;
7. Sektor infrastruktur;
8. Sektor keuangan;
9. Sektor perdagangan;

Dalam melakukan analisa industri perlu dilihat perkembangan atau kinerja sektor industri, sehingga dapat diketahui kondisi industri tersebut. Opler dan Titman (1994), mengidentifikasi kinerja industri dengan melihat pertumbuhan penjualan dan return saham. Industri dikatakan berada pada kinerja yang buruk (lesu) apabila memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan yang negatif dan rata-rata return saham dibawah 30 persen (negatif 30 persen). Sebaliknya industri dinyatakan berada pada kinerja yang baik apabila memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan yang positif dan rata-rata return saham diatas 30 persen (positif 30 persen).

## **2.2 Kerangka Pemikiran Teoritis**

Dalam melihat dampak dari leverage keuangan, maka perlu untuk mengetahui pengaruhnya terhadap masing-masing sektor industri. Dengan diketahui pengaruh leverage keuangan pada masing-masing sektor industri maka akan diperoleh informasi yang jelas dampak dari leverage keuangan untuk sektor industri tertentu. Kondisi sektor industri merupakan variabel yang

secara tidak langsung merupakan cerminan kinerja keuangan perusahaan secara individual. Apabila kondisi sektor industri mengalami kelesuan maka perusahaan akan cenderung mengalami kinerja keuangan yang memburuk. Begitu sebaliknya apabila kondisi sektor industri membaik maka kinerja keuangan perusahaanpun akan cenderung membaik. Sektor industri dalam hal ini tidak mempengaruhi pengaruh leverage keuangan terhadap variabel dependen (return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi).

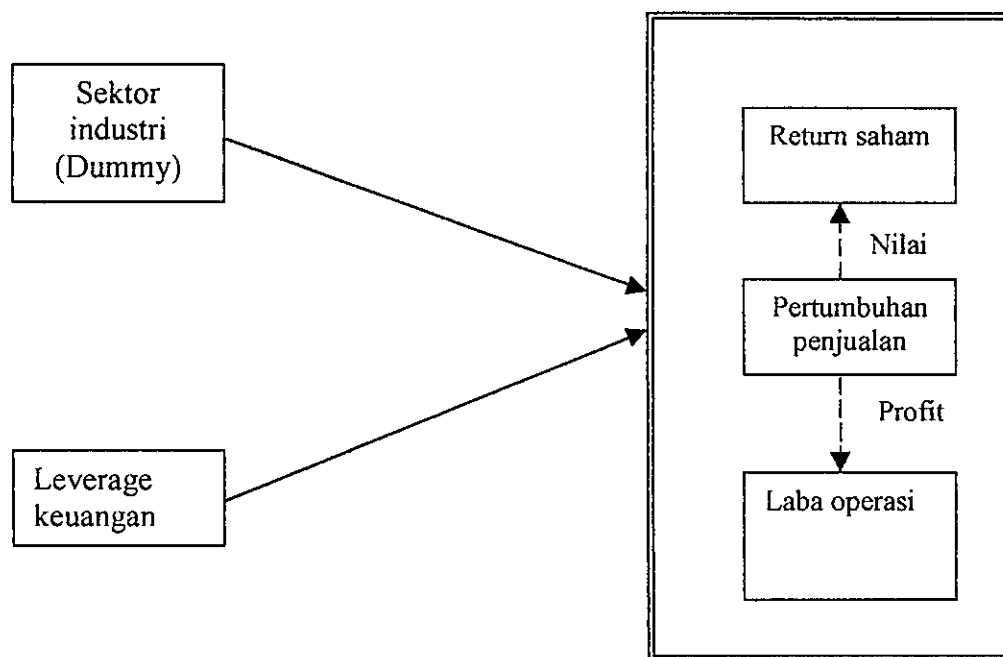
Leverage keuangan dapat menunjukkan sampai sejauh mana perusahaan menggunakan hutang digunakan dalam struktur modal perusahaan. Seperti telah dijelaskan diatas bahwa leverage keuangan dapat membawa dampak yang positif, dalam artian akan menghasilkan keuntungan, akan tetapi leverage keuangan juga dapat mengakibatkan perusahaan mengalami kesulitan keuangan dan lebih jauh dapat mengakibatkan kebangkrutan. Oleh karena itu penelitian kali ini mencoba menganalisis bagaimana pengaruh leverage keuangan terhadap kinerja keuangan perusahaan.

Kerangka pemikiran teoritis yang dapat dikembangkan dalam telaah kali ini dapat di lihat pada gambar 2.1. Variabel dependen yang merupakan ukuran kinerja keuangan perusahaan dalam penelitian kali ada tiga yaitu return saham, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba operasi. Kegiatan operasional perusahaan akan selalu di fokuskan pada penjualan. Jumlah penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan akan menghasilkan profit

dan nilai bagi perusahaan. Sehingga jelas sekali bahwa memang penjualan adalah variabel yang banyak menentukan kinerja keuangan penjualan.

Gambar 2.1

Kerangka Pemikiran Teoritis Pengaruh Kondisi Industri dan Leverage Keuangan terhadap Return Saham, Pertumbuhan Penjualan dan Laba Operasi



Sumber : dikembangkan untuk tesis ini

Leverage keuangan dan sektor industri akan mempengaruhi penjualan yang dihasilkan oleh perusahaan. Jumlah penjualan yang dapat dicapai oleh perusahaan dari tahun ke tahun diperoleh pertumbuhan penjualan.

Pertumbuhan penjualan akan dapat menghasilkan nilai perusahaan yang tercermin dari return saham. Return saham yang dimaksud dalam penelitian ini adalah capital gain, karena ini yang lebih mencerminkan nilai perusahaan. Pertumbuhan penjualan kecuali akan menghasilkan nilai juga akan menghasilkan keuntungan. Keuntungan ini tercermin dari laba operasi. Laba operasi dalam hal ini adalah net sales yang telah dikurangi harga pokok penjualan dan dikurangi beban operasional. Laba operasi dipilih sebagai salah satu variabel dependen dan bukan pendapatan bersih setelah pajak untuk menghindari bias karena perbedaan tarif pajak.

### **2.3 Hipotesis Penelitian**

Dari kerangka pemikiran teoritis yang dikembangkan diatas maka hipotesa yang diajukan dalam penelitian ini adalah;

Hipotesis 1: Leverage keuangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

Hipotesis 2: Sektor pertanian berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

Hipotesis 3: Sektor pertambangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

Hipotesis 4: Sektor industri dan kimia dasar berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

Hipotesis 5: Sektor aneka industri berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

Hipotesis 6: Sektor industri barang konsumsi berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

Hipotesis 7: Sektor property dan real estate berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

Hipotesis 8: Sektor infrastruktur, utilitas dan transportasi berpengaruh terhadap kinerja keuangan perusahaan dalam bentuk return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi.

## **2.4 Definisi Operasional Variabel**

Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah sebagai berikut;

1. Leverage keuangan adalah rasio yang digunakan untuk mengukur sampai sejauh mana aktiva perusahaan dibiayai dengan hutang. Leverage keuangan yang digunakan adalah rasio total hutang dan total aktiva (*total debt to total assets ratio*), yang dapat dirumuskan sebagai berikut;

$$L_i = \frac{D_i}{A_i}$$

Dimana =

$L_i$  = Leverage keuangan perusahaan i

$D_i$  = Total hutang perusahaan i

$A_i$  = Total aktiva perusahaan i

2. Sektor industri adalah delapan sektor industri yang terdapat pada Bursa Efek Jakarta. Kedelapan sektor industri tersebut selanjutnya dikategorikan sebagai variabel dummy yang diberi notasi 1(satu) dan 0 (nol). Selanjutnya ada tujuh variabel dummy untuk masing-masing sektor industri dan satu variabel dummy 0 (nol) yaitu sektor perdagangan jasa dan investasi.
3. Pertumbuhan penjualan adalah perubahan penjualan dari periode awal tahun sebelum tahun dasar sampai dengan akhir tahun sesudah tahun dasar. Pertumbuhan penjualan menunjukkan sampai sejauh mana tingkat perubahan penjualan perusahaan.

$$\Delta P_{ij1} = \frac{P_{ij}(t_2) - P_{ij}(t_1)}{P_{ij}(t_1)}$$

$$\Delta P_{ij2} = \frac{P_{ij}(t_3) - P_{ij}(t_2)}{P_{ij}(t_2)}$$

$$\Delta \underline{P}_{ij} = \frac{\Delta P_{ij1} + \Delta P_{ij2}}{2}$$

Dimana =

$\Delta P_{ij1}$  = Pertumbuhan penjualan perusahaan i pada industri j periode 1

$P_{ij}$  = Penjualan perusahaan i pada industri j

$\Delta \underline{P}_{ij}$  = Rata-rata pertumbuhan penjualan perusahaan i pada industri j

t = waktu

n = Jumlah sampel

4. Return saham adalah hasil pengembalian saham. Return saham diperoleh dengan cara mencari rata-rata return saham bulanan. Hal ini dilakukan untuk menghindari adanya bias. Return saham bulanan dilakukan dengan mencari selisih antara harga saham penutupan awal bulan dikurangi harga saham penutupan akhir bulan dibagi dengan harga saham penutupan akhir bulan. Hal ini dilakukan selama satu tahun (dua belas bulan) kemudian dibuat rata-rata untuk masing-masing tahun sehingga diperoleh rata-rata return saham tahunan. Setelah itu dicari rata-rata return saham dari tahun 1997 sampai dengan tahun 1999. Berikut adalah rumus yang digunakan untuk menghitung rata-rata return saham perusahaan.



$$R_{ij1} = \frac{SP_{ij}(t_1) - SP_{ij}(t-1)}{SP_{ij}(t-1)}$$

$$\underline{R}_{ij(t)} = \frac{R_{ij1} + R_{ij2} + R_{ij3} + \dots + R_{ij12}}{12}$$

$$R_{ij} = \frac{\underline{R}_{ij(t1)} + \underline{R}_{ij(t2)} + \underline{R}_{ij(t3)}}{3}$$

Dimana =

$SP_{ij}(t_1)$  = Harga saham i pada industri j bulan kesatu

$R_{ij1}$  = Return saham bulanan pada bulan pertama perusahaan i pada industri j

$\underline{R}_{ij(t)}$  = Rata-rata return saham tahunan tahun pertama perusahaan i pada industri j

$R_{ij}$  = Rata-rata return saham perusahaan i pada industri j

t = waktu

n = Jumlah sampel

5. Laba operasi adalah rata-rata laba sebelum bunga dan pajak (EBIT) pada periode pengamatan mulai tahun 1997 sampai dengan 1999. Laba operasi diperoleh dengan mencari rata-rata EBIT mulai tahun 1997 sampai dengan 1999, hal ini dilakukan sesuai dengan Titman dan Opler (1994), yang dapat dirumuskan sebagai berikut;

$$EBIT_{ij} = \frac{EBIT_{ij(t1)} + EBIT_{ij(t2)} + EBIT_{ij(t3)}}{3}$$

Dimana =

$EBIT_{ij}$  = EBIT perusahaan i pada industri j

$EBIT_{ij(t)}$  = EBIT perusahaan i pada industri j dan waktu t

t = waktu

## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

Dalam bab ini akan disajikan uraian mengenai obyek penelitian dan metodologi penelitian untuk menguji hipotesis yang telah diajukan pada bab II.

#### **3.1 Obyek Penelitian**

Objek penelitian ini berupa laporan keuangan dan harga saham bulanan emiten-emiten di Bursa Efek Jakarta, kecuali emiten keuangan dan perbankan. Hal ini dilakukan karena secara umum emiten keuangan dan perbankan memiliki karakteristik laporan keuangan dan operasional yang berbeda dengan perusahaan yang lain, sehingga apabila emiten keuangan dan perbankan dimasukkan sebagai obyek penelitian, dikhawatirkan hasilnya akan terjadi bias.

#### **3.2 Metode Penelitian**

Berdasarkan karakteristik masalah penelitian ini merupakan penelitian uji hipotesis, yaitu merupakan penelitian untuk menguji terhadap hipotesis yang telah diajukan. Tujuan penelitian ini adalah untuk melihat sampai seberapa jauh pengaruh leverage keuangan dan jenis industri terhadap kinerja perusahaan yang diukur dengan return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi selama tiga tahun (1997-1999) secara sistematis,

obyektif dan akurat sehingga diharapkan dapat digunakan untuk menjelaskan fenomena masa sekarang atau mengantisipasi fenomena masa yang akan datang.

### **3.3 Jenis dan Sumber Data**

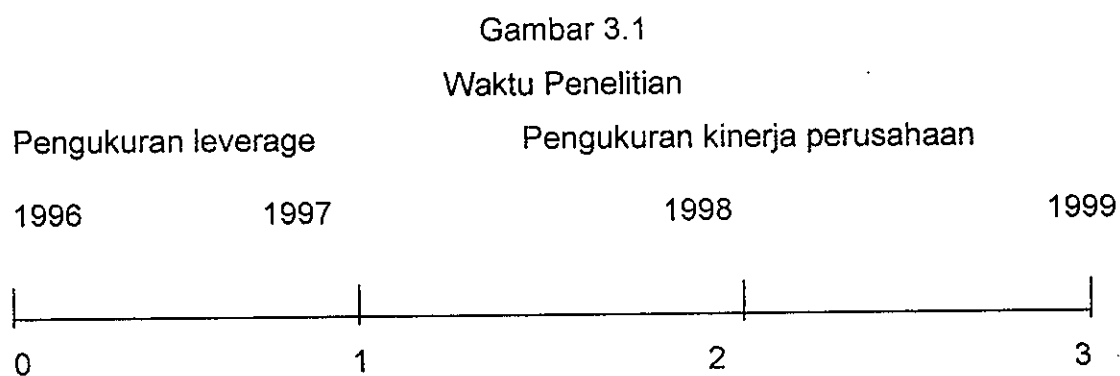
Jenis data yang akan digunakan pada penelitian ini adalah data sekunder, yaitu data laporan keuangan dan harga saham selama periode penelitian. Variabel independen (bebas) menggunakan skala nominal dengan jenis variabel kualitatif (dummy variabel) dan skala kardinal berupa rasio leverage keuangan. Variabel dependen (tergantung) menggunakan skala kardinal dalam bentuk skor rata-rata. Sumber data yang akan digunakan dalam penelitian ini adalah data yang dipublikasikan yang diperoleh dari Indonesian Capital Market Directory, Bisnis Indonesia, harian investor, dan sumber lain.

Berdasarkan klasifikasi pengumpulan datanya, jenis data penelitian ini adalah gabungan antara cross sectional dan time series. Data dikumpulkan dari beberapa tahapan waktu yaitu dari tahun 1996 (data leverage) sampai dengan 1999 (1997-1999 pengambilan data return saham, penjualan dan laba operasi). Data yang dikumpulkan juga meliputi sampel yang cukup besar yaitu 173 perusahaan dan return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi yang dikumpulkan selama tiga tahun kemudian di buat rata-rata dan pertumbuhannya sehingga menjadi ukuran kinerja yang berskala rasio.

### 3.4 Waktu Penelitian

Penelitian dilakukan dengan periode waktu mulai tahun 1996 sampai dengan 1999. Tahun 1996 digunakan untuk mengetahui leverage keuangan perusahaan dan sektor industri yang akan mempengaruhi kinerja perusahaan pada periode berikutnya. Periode 1997 sampai dengan 1999 adalah periode pengukuran kinerja perusahaan. Pengukuran leverage keuangan yang dilakukan selang satu tahun dengan pengukuran kinerja keuangan, ini dimaksudkan untuk melihat dampak leverage keuangan perusahaan pada periode berikutnya. Tahun 1997 dipilih sebagai tahun pertama pengukuran kinerja perusahaan.

Untuk lebih jelas lihat gambar berikut ini.



Sumber; dikembangkan untuk tesis ini

### 3.5 Populasi dan Sampel

Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Jakarta, kecuali perusahaan dari sektor keuangan dan perbankan yang berjumlah 281 perusahaan. Data historis yang digunakan

dalam penelitian ini adalah laporan keuangan emiten-emiten yang diterbitkan periode 1996, 1997, 1998 dan 1999. Harga saham yang diteliti adalah harga saham untuk tahun 1997, 1998 dan 1999.

Metode pengambilan sampel dalam penelitian kali ini adalah dengan purposive sampling, yaitu metode pemilihan sampel dengan beberapa kriteria. Metode ini dipilih karena dalam penelitian ini ingin diperoleh sampel yang dapat memberikan informasi untuk menjawab permasalahan penelitian yang akan di pecahkan serta tujuan penelitian yang ingin dicapai. Metode pengambilan sampel dengan purposive sampling juga dimaksudkan untuk menaikkan tingkat representatif sampel penelitian. Adapun ketentuan yang dapat di jadikan sebagai sampel adalah sebagai berikut;

1. Perusahaan go publik di Bursa Efek Jakarta selama tahun 1996 sampai dengan 1999. Perusahaan dalam sektor keuangan dikeluarkan dari sampel karena kebijakan akuntansinya dan kegiatannya berbeda secara signifikan dibanding dengan sektor lain.
2. Perusahaan harus menerbitkan laporan keuangan untuk periode tahun 1996, 1997 dan 1998 dan 1999.
3. Laporan keuangan harus mempunyai tahun buku yang berakhir 31 Desember.
4. Perusahaan harus mejadi anggota industri yang dipilih menjadi sampel.
5. Sektor ditentukan berdasarkan pengelompokan menurut JASICA (Jakarta Stock Exchange Industrial Clasifikation).

6. Industri harus memiliki minimal empat perusahaan. Hal ini untuk dapat dibandingkan dengan industri lain, sehingga keputusan yang diambil sehubungan dengan perbandingan antar industri dapat terwakili (seperti disarankan oleh Titman dan Opler, 1994).

Dari kriteria diatas maka diperoleh 173 perusahaan yang menjadi sampel dari 281 populasi.

### 3.6 Teknik Analisis

Penelitian kali ini ingin menguji hipotesis mengenai pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan perusahaan. Ukuran kinerja keuangan yang digunakan pada penelitian kali ini ada tiga yaitu pertumbuhan penjualan, return saham dan pertumbuhan laba operasi. Oleh karena itu ada tiga variabel dependen yang harus dianalisis sesuai dengan ukuran kinerja diatas.

Model analisis yang dipergunakan untuk menganalisis pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen adalah model regresi berganda. Teknik analisis yang digunakan untuk menguji masing-masing hipotesis adalah sebagai berikut;

#### 1. Pengujian koefisien regresi (uji parsial)

Persamaan regresi untuk pengujian hipotesis adalah sebagai berikut;

$$Y_1 = a + b_1X + b_2D + e$$

$$Y_2 = a + b_1 X + b_2D + e$$

$$Y_3 = a + b_1X_1 + b_2D_1 + e$$

Dimana =

$Y_1$  ,  $Y_2$  dan  $Y_3$  = Return saham, Pertumbuhan penjualan dan rata-rata laba operasi

$a$  = Konstanta

$b$  = Koefisien regresi

$X$  = Tingkat leverage

$D$  = Sektor Industri dummy

$e$  = Error

## 2. Uji penyimpangan asumsi model klasik

Agar model regresi yang diperoleh memberikan hasil estimator linear yang tidak bias, maka model tersebut perlu diuji penyimpangan asumsi model klasik. Model regresi dikatakan baik dan efisien apabila dipenuhi asumsi yang sering disebut sebagai asumsi klasik sebagai berikut;

- a) Non multikolinearitas, artinya antara variabel independen yang satu dengan variabel independen yang lain dalam model regresi tidak saling berhubungan secara sempurna atau mendekati sempurna. Metode yang digunakan untuk menguji adanya multikolinearitas adalah dengan melihat hasil pengujian pada *tolerance value* atau *Inflation Factors* (VIF). Batas nilai tolerance value yang biasa digunakan adalah 0,10 atau sama dengan VIF adalah 10(Hair, et al., 1995). Metode lain yang digunakan untuk mendeteksi adanya multikolenieritas adalah



dengan melihat koefisien korelasi. Korelasi antar variabel independen pada hakekatnya menunjukkan sampai sejauh mana hubungan diantara variabel independen.

- b) Homoskedastisitas (non heteroskedastisitas), adalah varian variabel dalam model sama (konstan). Gejala heteroskedastisitas dalam penelitian ini dideteksi dengan menggunakan uji Glesjer (Glesjer Test). Metode uji Glesjer ini dilakukan dengan cara memasukkan nilai absolut residual sebagai variabel dependen pada persamaan regresi (Gujarati, 1995). Apabila semua variabel independen signifikan secara statistik, maka dalam model terdapat heteroskedastisitas.
- c) Non autokorelasi, adalah adanya korelasi antar anggota sampel yang diurutkan berdasarkan waktu. Konsekuensi adanya autokorelasi adalah dalam suatu model regresi adalah varians sampel tidak dapat menggambarkan varians populasinya. Untuk mendeteksi adanya autokorelasi dalam model regresi dilakukan dengan pengujian terhadap nilai Uji Durbin Watson (Uji Dw). Pedoman pengambilan keputusan ada tidaknya autokorelasi menurut Gujarati, 1995 dan Imam Ghozali, 2001 adalah sebagai berikut;
- Nilai DW sebesar kurang dari  $d_l$  berarti terjadi autokorelasi positif
  - Nilai DW terletak diantara  $d_l$  sampai dengan  $d_u$  berarti tidak dapat disimpulkan

- Nilai DW terletak diantara du sampai dengan 4-du berarti tidak ada autokorelasi.
  - Nilai DW terletak diantara 4-du sampai dengan 4-dl berarti tidak dapat disimpulkan.
  - Nilai DW lebih besar dari 4-dl berarti ada autokorelasi negatif.
- d) Distribusi kesalahan (*error*) adalah normal. Uji ini dilakukan dengan metode Uji Kolmogorov Smirnov satu arah. Uji ini dilakukan untuk mengetahui distribusi suatu data normal atau tidak. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%.

### 3. Pengujian Hipotesis

Sesuai dengan hipotesis yang telah di tulis didepan maka pengujian hipotesis akan dilakukan sebagai berikut;

a. Hipotesis dirumuskan sebagai berikut;

$$H_0 : b_1 = 0$$

$$b_2 = 0$$

artinya tidak ada pengaruh yang signifikan variabel X, dan D terhadap variabel Y.

$$H_A : b_1 \neq 0$$

$$b_2 \neq 0$$

artinya ada pengaruh yang signifikan variabel X, dan D terhadap variabel Y.

- b. Pengujian dilakukan secara dua arah mengingat pengaruh variabel independen (leverage dan kondisi industri) terhadap variabel dependen (kinerja keuangan perusahaan) secara teoritis masih memungkinkan adanya pengaruh positif maupun pengaruh negatif.
  - c. Menentukan signifikansi ( $\alpha$ ) sebesar 5% dan *degree of freedom* (DF) untuk menentukan nilai t tabel.
  - d. Kesimpulan
    - Ho diterima jika  $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$
    - Ha diterima jika  $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$
    - Dengan kata lain;
    - Ho ditolak jika  $t \text{ hitung} > t \text{ tabel}$
    - Ha ditolak jika  $t \text{ hitung} < t \text{ tabel}$
4. Pengukuran persentase pengaruh semua variabel independen.
- Persentase pengaruh semua variabel independen terhadap nilai variabel dependen ditunjukkan oleh besarnya koefisien determinasi ( $R^2$ ). Semakin besar koefisien determinasi menunjukkan semakin besar pengaruh semua variabel independen terhadap perubahan variabel dependen.
5. Pengujian terhadap pengaruh variabel independen secara bersama (uji simultan). Pengujian ini dilakukan untuk mengetahui semua variabel independen secara bersama-sama (simultan) dapat berpengaruh terhadap variabel dependen. Uji simultan dilakukan melalui pengujian terhadap besarnya perubahan nilai variabel dependen yang dapat

dijelaskan oleh perubahan nilai semua variabel independen. Pengujian dilakukan menggunakan distribusi F dengan membandingkan antara nilai F hitung (F RATIO) yang terdapat dalam tabel *analysis of variance*.

Pada bab 3 ini telah diuraikan obyek penelitian dan metodologi penelitian. Jenis dan sumber data, waktu penelitian, populasi dan sampel dilakukan untuk memperoleh batasan populasi dan sampel yang akan di teliti. Teknik analisis digunakan adalah regresi berganda untuk menguji hipotesis yang telah dibahas dalam bab II.

## **BAB IV**

### **ANALISIS DATA**

Dalam bab ini akan disajikan gambaran dari data yang digunakan dan proses menganalisa data-data tersebut untuk menjawab pertanyaan penelitian dan hipotesa yang telah diajukan dalam bab I dan bab II. Analisis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah regresi berganda metode kuadrat terkecil dengan tiga variabel dependen yang akan diuji secara terpisah.

#### **4.1 Data-data Deskriptif**

Pada bagian ini akan dijelaskan mengenai data-data yang diperoleh dari sampel yang berhasil dikumpulkan dan memenuhi syarat seperti telah disebutkan dalam bab III. Sampel yang dikumpulkan berjumlah 173, terdiri dari delapan jenis industri (sektor) yaitu pertanian, pertambangan, industri dasar dan kimia, aneka industri, industri barang konsumsi, property dan real estate, infrastruktur, utilitas dan transportasi, dan perdagangan, jasa dan investasi.

##### **4.1.1 Data Leverage**

Dari data leverage yang diperoleh pada tahun 1996 dari masing-masing sampel diperoleh hasil bahwa rata-rata leverage pada setiap industri berada diantara 40 % sampai 60%. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa rata-rata perusahaan memiliki leverage yang cukup tinggi. Hal ini dapat dilihat pada tabel 4.1 berikut ini.

Tabel 4.1  
Rata-rata Leverage (DER)

Sektor	Rata-rata Leverage (%)
Sektor Pertanian	41.50
Sektor Pertambangan	42.20
Sektor Industri dan Kimia Dasar	49.98
Sektor Aneka Industri	57.73
Sektor Industri Barang Konsumsi	46.58
Sektor Properti dan Real Estate	56.49
Sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	42.40
Sektor Perdagangan	51.95

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2000, diolah

Rata-rata leverage paling tinggi pada sektor aneka industri yaitu sebesar 57,73%, sedang leverage paling rendah pada sektor pertanian yaitu 41,50%.

#### 4.1.2 Data Pertumbuhan Penjualan

Variabel yang digunakan selanjutnya adalah pertumbuhan penjualan. Data dari delapan sektor yang dikumpulkan dapat diketahui rata-rata pertumbuhan penjualan selama tahun 1997 sampai dengan tahun 1999. Dari data tersebut diketahui bahwa hanya sektor properti dan real estate yang memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan yang negatif. Akan tetapi sektor pertambangan dan sektor industri barang konsumsi memiliki rata-rata pertumbuhan penjualan positif bahkan empat puluh persen lebih, yaitu masing-masing adalah 48,02% dan 41,80. Data rata-rata pertumbuhan penjualan selama tahun 1997 sampai dengan tahun 1999 dapat dilihat pada tabel 4.2

Tabel 4.2  
Rata-Rata Pertumbuhan Penjualan Delapan Industri

Sektor Industri	Jumlah sampei	Rata-Rata Pertumbuhan Penjualan (%)
Sektor Pertanian	4	10,73
Sektor Pertambangan	5	48,02
Sektor Industri dan Kimia Dasar	42	34,76
Sektor Aneka Industri	39	35,54
Sektor Industri Barang Konsumsi	32	41,80
Sektor Properti dan Real Estate	22	-14,05
Sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	10	39,32
Sektor Perdagangan	19	19,40

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2000, diolah

Dari hasil perhitungan diatas dapat disimpulkan bahwa selama periode pengamatan sektor properti dan real estate mengalami pertumbuhan penjualan yang paling buruk.

#### 4.1.3 Data Return Saham

Dari pengolahan data yang dilakukan selama tahun 1997 sampai dengan 1999 diperoleh hasil bahwa kedelapan sektor yang diamati memiliki rata-rata return saham positif. Atau dengan kata lain tidak ada satupun industri dari kedelapan industri memiliki return saham yang negatif. Return saham pada tahun 1997 memang mengalami penurunan return saham yang sangat berarti akan tetapi hal ini tertutup dengan kenaikan return saham pada tahun 1998 dan

1999. Sehingga rata-rata return saham selama tahun 1997 sampai dengan tahun 1999 adalah positif.

Data mengenai rata-rata return saham selama 1997 sampai dengan 1999 pada masing-masing sektor dari delapan sektor yang diamati dapat dilihat pada tabel 4.3. Dengan dasar rata-rata return saham maka dapat disimpulkan bahwa selama periode penelitian rata-rata return saham semua industri adalah positif diatas 60%.

Tabel 4.3  
Return Saham Delapan Sektor  
Dalam persen (%)

Sektor	1997	1998	1999	Rata-Rata
Sektor Pertanian	-63,24	29,78	213,93	60,16
Sektor Pertambangan	27,62	63,04	103,80	64,82
Sektor Industri dan Kimia Dasar	-44,43	80,95	237,26	91,26
Sektor Aneka Industri	-34,34	62,22	237,34	88,41
Sektor Industri Barang Konsumsi	-47,91	71,49	230,85	84,81
Sektor Properti dan Real Estate	-79,83	58,77	277,87	85,60
Sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	-36,42	90,56	144,16	66,10
Sektor Perdagangan	-44,56	25,10	202,30	60,95

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2000, diolah

#### 4.1.4 Data Pertumbuhan EBIT

Variabel yang akan diukur selanjutnya adalah EBIT. Dengan digunakannya hutang dalam struktur modal perusahaan memungkinkan bagi perusahaan untuk dapat melakukan banyak hal sehingga akan berakibat pada



kemampuan perusahaan dalam menghasilkan pendapatan. Akan tetapi dengan dimilikinya hutang bagi perusahaan juga akan dapat berdampak pada peningkatan beban yang bersifat tetap berupa bunga dan pengembalian pokok pinjaman.

Dari data yang diolah diperoleh hasil bahwa sektor properti mengalami penurunan pertumbuhan EBIT yang paling tinggi yaitu -205,49%. Hal ini mengindikasikan bahwa pada saat pengamatan (1997-1999) sektor properti dan real estate telah mengalami kemerosotan yang paling tinggi dalam rangka kemampuannya menghasilkan EBIT. Berbeda dengan sektor properti dan real estate, sektor industri barang konsumsi justru mengalami kenaikan pertumbuhan EBIT. Data ini dapat dilihat pada tabel 4.4 berikut ini.

Tabel 4.4  
Pertumbuhan EBIT Delapan Sektor Selama 1997 Sampai Dengan 1999

Sektor	Pertumbuhan EBIT (%)
Sektor Pertanian	-47,81
Sektor Pertambangan	62,05
Sektor Industri dan Kimia Dasar	-82,37
Sektor Aneka Industri	-157,80
Sektor Industri Barang Konsumsi	106,85
Sektor Properti dan Real Estate	-205,49
Sektor Infrastruktur, Utilitas dan Transportasi	-26,95
Sektor Perdagangan	137,56

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2000, diolah

Dilihat dari rata-rata penjualan sektor properti dan real estate adalah yang mengalami rata-rata penjualan negatif, dengan kata lain bahwa sektor properti

dan real estate adalah sektor yang kondisi industrinya mengalami kelesuan. Hal ini diperlihatkan juga bahwa ternyata sektor ini yang mengalami pertumbuhan EBIT paling buruk, dimana pertumbuhannya sampai negatif 200% lebih.

#### **4.2 Proses dan Hasil Analisis Data**

Dalam penelitian ini teknik analisis yang digunakan adalah analisis regresi berganda dengan metode kuadrat terkecil (least-squares method). Model kerangka berfikir teoritis telah di kembangkan dalam bab II. Dalam kerangka berfikir tersebut di gambarkan bagaimana leverage keuangan berpengaruh terhadap return saham, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba operasi (EBIT) dalam masing-masing sektor industrinya. Leverage keuangan dan sektor industri adalah variabel independen sedangkan return saham, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba operasi adalah variabel dependen yang akan diuji sendiri-sendiri.

Selanjutnya dengan dasar kerangka berfikir teoritis tersebut dilakukan pengolahan data sehingga diperoleh koefisien regresi masing-masing variabel.

##### **4.2.1 Pengembangan dan Analisis Model (Return Saham)**

Dalam pembahasan kerangka pikir telah di bahas bahwa leverage keuangan dan sektor industri akan diregres terhadap return saham. Pada model regresi ini akan di teliti sampai sejauh mana pengaruh variabel independen (leverage keuangan dan sektor industri) terhadap variabel dependen (return saham). Tahap-tahap yang dilakukan dalam pengembangan model ini adalah

pengujian terhadap asumsi model klasik, pembentukan model regresi dan pengujian hipotesis.

#### 4.2.1.1 Uji Asumsi Model Klasik

##### A. Non Multikolinearitas

Dari hasil pengolahan data yang dapat dilihat pada tabel 4.5, diperoleh hasil bahwa tidak ada satu variabel independen yang memiliki *variance inflation factors* (VIF) yang lebih dari 10 atau *tolerance value* dibawah 0.10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolineraitas dalam persamaan regresi terhadap return saham sebagai variabel dependen.

Tabel 4.5

Hasil Uji Multikolinearitas dengan *Tolerance Value* dan *Inflation Factors* pada Persamaan Regresi terhadap Return Saham

Nama Variabel	Tolerance	VIF
Leverage	0.930	1.076
Dummy – 1 (Sektor Pertanian)	0.840	1.191
Dummy – 2 (Sektor Pertambangan)	0.810	1.235
Dummy – 3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	0.411	2.433
Dummy – 4 (Sektor Aneka Industri)	0.420	2.380
Dummy – 5 (Sektor Barang Konsumsi)	0.455	2.197
Dummy – 6 (Sektor Properti & Real Estate)	0.529	1.891
Dummy – 7 (Sektor Infrastruktur, Utilitas & Transp.	0.688	1.454

Sumber: Data Sekunder, diolah

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut diatas, dilakukan analisis korelasi untuk dapat menggambarkan hubungan antar variabel independen. Tabel 4.6

memplihatkan hasil uji koefisien korelasi antar masing-masing variabel independen.

Tabel 4.6

Hasil Uji Multikolinearitas dengan Koefisien Korelasi pada Persamaan Regresi Terhadap Return Saham

Variabel	Lvg	D-1	D-2	D-3	D-4	D-5	D-6	D-7
Leverage	1.000							
Dummy – 1	0.085	1.000						
Dummy – 2	0.083	0.196	1.000					
Dummy – 3	0.031	0.347	0.380	1.000				
Dummy – 4	-0.081	0.333	0.365	0.675	1.000			
Dummy – 5	0.064	0.334	0.365	0.658	0.641	1.000		
Dummy – 6	-0.062	0.299	0.327	0.604	0.603	0.574	1.000	
Dummy – 7	0.104	0.252	0.274	0.488	0.469	0.468	0.421	1.000

Sumber: Data Sekunder, diolah

Dari tabel 4.6 diatas, tampak bahwa ada korelasi yang cukup tinggi antara variabel Dummy-3 (sektor industri & kimia dasar) dengan Dummy-6 (sektor properti & real estate) dengan tingkat korelasi 0.604, antara variabel Dummy-4 (sektor Aneka industri) dengan Dummy-6 (sektor properti & real estate) dengan tingkat korelasi 0.603, antara variabel Dummy-3 (sektor Industri & kimia dasar) dengan Dummy-5 (sektor Industri barang Konsumsi) dengan tingkat korelasi 0.658, antara variabel Dummy-4 (sektor aneka industri) dengan Dummy-5 (sektor industri barang konsumsi) dengan tingkat korelasi 0.641 dan antara variabel Dummy-3 (sektor industri & kimia dasar) dengan Dummy-4 (sektor Aneka industri dengan tingkat korelasi 0.675. Korelasi yang terjadi pada variabel

independen tersebut masih berada di bawah 0.900, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas yang serius.

## B. Uji Autokorelasi

Dengan derajat kepercayaan 5%, jumlah sampel 173 dan jumlah variabel independen 8 maka diperoleh nilai tabel Durbin Watson diperoleh nilai  $d_l$  sebesar 1.44 dan  $d_u$  sebesar 1.65. Atas dasar nilai Durbin Watson tersebut maka dilakukan pengujian Autokorelasi dengan ketentuan sebagai berikut;

Tabel 4.7

Pedoman Uji Autokorekasi dengan Nilai Durbin Watson

Durbin Watson	Kesimpulan
Kurang dari 1.44	Ada autokorelasi positif
1.44 sampai dengan 1.65	Tanpa kesimpulan
1.65 sampai dengan 2.35	Tidak ada autokorelasi
2.35 sampai dengan 2.56	Tanpa kesimpulan
lebih dari 2.56	Ada autokorelasi negatif

Sumber: tabel Durbin Watson, diolah

Hasil pengolahan data Durbin Watson menunjukkan hasil nilai Durbin Watson sebesar 2.169. Nilai uji Durbin Watson tersebut berada di daerah tidak ada autokorelasi sehingga dapat disimpulkan bahwa pada persamaan regresi terhadap return saham sebagai variabel dependen tidak terdapat autokorelasi.

### C. Uji Heteroskedastisitas

Seperti yang telah di bahas dalam bab 3 bahwa uji heteroskedastisitas akan dilakukan dengan menggunakan Uji Glesjer. Uji Glesjer adalah dengan membentuk persamaan regresi yang menggunakan nilai absolut residual sebagai variabel dependen. Persamaan regresi yang dibentuk menjadi sebagai berikut;

$$ei = a+b_1X_1+b_2D+b_3D_2+b_4D_3+b_5D_4+b_6D_5+b_7D_6+b_8D_7$$

Dari persamaan diatas  $ei$  merupakan nilai absolut residual. Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai  $t$  statistik variabel independen lebih besar dari pada nilai  $t$  tabelnya ( $t$  hitung  $> t$  tabel) atau apabila signifikansi  $t$  lebih kecil dari taraf signifikansinya yaitu 5% (nilai  $\text{sig.}t < 0.05$ ). Besarnya  $t$  tabel dengan tingkat signifikansi 5% dan DF sebesar 164 adalah 1,960. Hasil Uji Glesjer akan menghasilkan persamaan regresi dengan nilai  $t$  dan probabilitas sebagai berikut;

Tabel 4.8

Hasil Uji Glesjer terhadap Persamaan Regresi Return Saham

Nama Variabel	Nilai t	Probabilitas
Leverage	-0.179	0.858
Dummy – 1 (Sektor Pertanian)	0.691	0.491
Dummy – 2 (Sektor Pertambangan)	-0.506	0.614
Dummy – 3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	1.381	0.169
Dummy – 4 (Sektor Aneka Industri)	0.601	0.549
Dummy – 5 (Sektor Barang Konsumsi)	1.039	0.109
Dummy – 6 (Sektor Properti & Real Estate)	1.287	0.200
Dummy – 7 (Sektor Infrastruktur, Utilitas & Transp.)	1.013	0.312

Sumber : Data sekunder, diolah

Dari hasil Uji Glesjer tersebut diketahui bahwa tidak ada nilai  $t$  hitung yang lebih besar dari  $t$  tabel, demikian juga dengan nilai probabilitasnya tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05. Jadi dari hasil Uji Glesjer tersebut dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi dimana variabel return saham sebagai variabel dependen tidak terdapat heteroskedastisitas.

#### D. Uji Normalitas

Seperti telah dibahas pada bab 3 bahwa uji normalitas dilakukan dengan metode Kolmogorov Smirnov. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Tabel 4.9 menyajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov.

Tabel 4.9

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov terhadap Persamaan Regresi Return Saham

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
Leverage	1.202	0.111
Dummy-1 (Sektor Pertanian)	7.074	0.000
Dummy-2 (Sektor Pertambangan)	7.095	0.000
Dummy-3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	6.196	0.000
Dummy-4 (Sektor Aneka Industri)	6.304	0.000
Dummy-5 (Sektor Barang Konsumsi)	6.545	0.000
Dummy-6 (Sektor Properti & Real Estate)	6.854	0.000
Dummy-7 (Sektor Infr., Utilitas & Transp.)	7.099	0.000
Return Saham	1.229	0.644

Sumber: Data sekunder, diolah

Dari tabel 4.9 diatas dapat disimpulkan bahwa variabel leverage dan return saham terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai

Kolmogorov Smirnov yang tidak signifikan. Sementara semua variabel Dummy adalah terdistribusi tidak normal. Menurut Gujarati, 1995, untuk variabel dummy tidak bisa diterapkan asumsi normalitas data, karena hanya ada dua nilai dalam variabel dummy yaitu 1 (satu) dan 0 (nol). Dengan demikian semua variabel yang digunakan dalam persamaan regresi dimana return saham sebagai variabel dependen tidak terdapat masalah yang berkaitan dengan asumsi normalitas.

#### 4.2.1.2 Model Regresi

Hasil pengolahan data dengan bantuan program SPSS diperoleh model regresi untuk return saham sebagai variabel dependen sebagaimana terlihat dalam tabel 4.10.

Tabel 4.10

Hasil nilai t dan signifikansi Analisis Regresi Return Saham

Nama Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikansi
Konstanta	0.0539	1.927	0.056
Leverage	0.0028	0.074	0.941
Dummy-1 (Sektor Pertanian)	-0.0003	-0.007	0.995
Dummy-2 (Sektor Pertambangan)	0.0038	0.086	0.932
Dummy-3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	0.0276	1.139	0.256
Dummy-4 (Sektor Aneka Industri)	0.0248	1.009	0.315
Dummy-5 (Sektor Barang Konsumsi)	0.0367	1.440	0.152
Dummy-6 (Sektor Properti & Real Estate)	0.0223	0.811	0.419
Dummy-7 (Sektor Infr., Utilitas & Transp.)	0.0051	0.144	0.886

Sumber: Data sekunder, diolah



Dari tabel 4.10 tersebut, maka dapat ditulis menjadi persamaan regresi untuk return saham sebagai variabel dependen sebagai berikut;

$$\text{ReturnSaham} = 0.0539 + 0.0028X - 0.0003D1 + 0.0038D2 + 0.0276D3 + 0.0248D4 + 0.0367D5 + 0.0223D6 + 0.0050D7$$

Dimana X adalah leverage keuangan dan D1 sampai D7 adalah sektor industri.

#### 4.2.1.3 Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1a : Leverage keuangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai t hitung untuk variabel leverage keuangan adalah -0.074, nilai ini lebih kecil dibanding dengan t tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji t hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa leverage keuangan tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.941) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 1a.

Hipotesis 2a : Sektor pertanian berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pertanian adalah  $-0.007$ , nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor pertanian tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.995) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 2a.

Hipotesis 3a : Sektor pertambangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pertambangan adalah 0.086, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor pertambangan tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.932) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 3a.

Hipotesis 4a : Sektor Industri & kimia dasar berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor industri & kimia dasar adalah 1.139, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor industri & kimia dasar tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.256) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 4a.

Hipotesis 5a : Sektor aneka industri berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor aneka industri adalah 1.009, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor aneka industri tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.315) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 5a.

Hipotesis 6a : Sektor industri barang konsumsi berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor industri barang konsumsi adalah 1.440, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor industri barang konsumsi tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.152) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 6a.

Hipotesis 7a : Sektor properti & real estate berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor properti & real estate adalah 0.811, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor properti & real estate tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.419) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 7a.

Hipotesis 8a : Sektor infrastruktur, utilitas & transportasi berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk return saham.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor infrastruktur, utilitas & transportasi adalah 0.144, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor infrastruktur, utilitas & transportasi tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.886) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 8a.

Hasil ini diperkuat dengan hasil uji  $F$ , dimana ditunjukkan bahwa secara simultan variabel leverage keuangan dan sektor industri tidak berpengaruh secara berarti terhadap perubahan return saham. Dibuktikan dengan hasil uji  $F$  0,397 dimana lebih kecil dibanding dengan  $F$  tabel dengan DF 164 dan derajat kepercayaan 5% yaitu sebesar 1.94. Signifikansi uji  $F$  juga menunjukkan lebih besar dari derajat kepercayaan 5% yaitu 92,1%.

Tabel 4.11

Hasil Uji  $F$  dan Adjusted R square

Keterangan	Nilai
Uji $F$ ( $F$ hitung)	0.397
Signifikansi	0.921
Adjusted R square	-0.029

Sumber: data sekunder, diolah

Presentase pengaruh variabel leverage keuangan dan sektor industri hanya sebesar -2,9%, hal ini dapat dilihat dari besarnya koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R square*)nya. Hal ini menunjukkan kecilnya pengaruh variabel leverage keuangan dan sektor industri terhadap perubahan return saham. Hasil perhitungan uji F maupun *Adjusted R square* dapat dilihat pada tabel 4.11.

#### **4.2.2 Pengembangan dan Analisis Model (Pertumbuhan Penjualan)**

Dalam pembahasan pada bab 2 telah di bahas bahwa leverage keuangan dan sektor industri akan diregres terhadap pertumbuhan penjualan. Pada model regresi ini akan di teliti sampai sejauh mana pengaruh variabel independen (leverage keuangan dan sektor industri) terhadap variabel dependen (pertumbuhan penjualan). Tahap-tahap yang dilakukan dalam pengembangan model ini adalah pengujian terhadap asumsi model klasik dan pembentukan model regresi serta pengujian hipotesis.

##### **4.2.2.1 Uji Asumsi Model Klasik**

###### **A. Uji Heteroskedastisitas**

Seperti yang telah di bahas dalam bab 3 bahwa uji heteroskedastisitas akan dilakukan dengan menggunakan Uji Glesjer. Uji Glesjer adalah dengan membentuk persamaan regresi yang menggunakan nilai absolut residual sebagai variabel dependen. Persamaan regresi yang dibentuk menjadi sebagai berikut;

$$ei = a + b_1X_1 + b_2D + b_3D_2 + b_4D_3 + b_5D_4 + b_6D_5 + b_7D_6 + b_8D_7$$

Dari persamaan diatas ei merupakan nilai absolut residual. Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai t statistik variabel independen lebih besar dari pada nilai t tabelnya ( $t_{hitung} > t_{tabel}$ ) atau apabila signifikansi t lebih kecil dari taraf signifikansinya yaitu 5% ( $nilai\ sig.t < 0.05$ ). Besarnya t tabel dengan tingkat signifikansi 5% dan DF sebesar 164 adalah 1.960. Hasil Uji Glesjer akan menghasilkan persamaan regresi dengan nilai t dan probabilitas sebagai berikut;

Tabel 4.12

Hasil Uji Glesjer terhadap Persamaan Regresi Pertumbuhan Penjualan

Nama Variabel	Nilai t	Probabilitas
Leverage	0.539	0.593
Dummy – 1 (Sektor Pertanian)	4.023	0.000
Dummy – 2 (Sektor Pertambangan)	0.530	0.597
Dummy – 3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	-0.598	0.550
Dummy – 4 (Sektor Aneka Industri)	1.289	0.199
Dummy – 5 (Sektor Barang Konsumsi)	-1.876	0.062
Dummy – 6 (Sektor Properti & Real Estate)	0.228	0.862
Dummy – 7 (Sektor Infrastruktur, Utilitas & Transp.)	4.119	0.000

Sumber : Data sekunder, diolah

Dari hasil Uji Glesjer tersebut diketahui bahwa ada dua variabel nilai t hitung yang lebih besar dari t tabel, demikian juga dengan nilai probabilitasnya yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05. Akan tetapi variabel yang memiliki nilai t hitung lebih besar dari pada nilai tabel adalah variabel dummy. Menurut Gujarati, 1995, variabel dummy hanya memiliki dua nilai yaitu 1 (satu) dan 0 (nol), sehingga asumsi heteroskedastisitas dapat diabaikan. Jadi dari hasil Uji

Glesjer tersebut dapat disimpulkan bahwa tidak ada gejala heteroskedastisitas yang berarti dari persamaan regresi dimana variabel pertumbuhan penjualan sebagai variabel dependen.

Tabel 4.13  
Hasil Uji Glesjer dengan F hitung

Keterangan	Nilai
F hitung	7,531
Signifikansi	0.000

Sumber : Data Sekunder, diolah

Hasil uji F menunjukkan nilai F hitung lebih besar dibanding F tabel dengan DF 164 dan derajat kepercayaan 5% yaitu  $7,531 > 1,94$ . Akan tetapi adanya heteroskedastisitas adalah pada variabel dummy sehingga hal ini dapat diabaikan. Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa tidak terdapat heteroskedastisitas dalam model regresi.

## B. Non Multikolinearitas

Dari hasil pengolahan data yang dapat dilihat pada tabel 4.15, diperoleh hasil bahwa tidak ada satu variabel independen yang memiliki *variance inflation factors* (VIF) yang lebih dari 10 atau *tolerance value* dibawah 0.10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolineraitas dalam persamaan regresi terhadap return saham sebagai variabel dependen.



Tabel 4.14

Hasil Uji Multikolinearitas dengan *Tolerance Value* dan *Inflation Factors* pada Persamaan Regresi terhadap Pertumbuhan Penjualan

Nama Variabel	Tolerance	VIF
Leverage	0.930	1.076
Dummy – 1 (Sektor Pertanian)	0.840	1.191
Dummy – 2 (Sektor Pertambangan)	0.810	1.235
Dummy – 3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	0.411	2.433
Dummy – 4 (Sektor Aneka Industri)	0.420	2.380
Dummy – 5 (Sektor Barang Konsumsi)	0.455	2.197
Dummy – 6 (Sektor Properti & Real Estate)	0.529	1.891
Dummy – 7 (Sektor Infrastruktur, Utilitas & Transp.	0.688	1.454

Sumber: Data Sekunder, diolah

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut diatas, dilakukan analisis korelasi untuk dapat menggambarkan hubungan antar variabel independen. Tabel 4.15 memperlihatkan hasil uji koefisien korelasi antar masing-masing variabel independen.

Dari tabel 4.15, tampak bahwa ada korelasi yang cukup tinggi antara variabel Dummy-3 (sektor industri & kimia dasar) dengan Dummy-6 (sektor properti & real estate) dengan tingkat korelasi 0.604, antara variabel Dummy-4 (sektor Aneka industri) dengan Dummy-6 (sektor properti & real estate) dengan tingkat korelasi 0.603, antara variabel Dummy-3 (sektor Industri & kimia dasar) dengan Dummy-5 (sektor Industri barang Konsumsi) dengan tingkat korelasi 0.658, antara variabel Dummy-4 (sektor aneka industri) dengan Dummy-5 (sektor industri barang konsumsi) dengan tingkat korelasi 0.641 dan antara variabel Dummy-3 (sektor industri & kimia dasar)

Tabel 4.15  
 Hasil Uji Multikolinearitas dengan Koefisien Korelasi pada Persamaan Regresi  
 Terhadap Pertumbuhan Penjualan

Variabel	Lvg	D-1	D-2	D-3	D-4	D-5	D-6	D-7
Leverage	1.000							
Dummy1	0.085	1.000						
Dummy2	0.083	0.196	1.000					
Dummy3	0.031	0.347	0.380	1.000				
Dummy4	-0.081	0.333	0.365	0.675	1.000			
Dummy5	0.064	0.334	0.365	0.658	0.641	1.000		
Dummy6	-0.062	0.299	0.327	0.604	0.603	0.574	1.000	
Dummy7	0.104	0.252	0.274	0.488	0.469	0.468	0.416	1.000

Sumber: Data Sekunder, diolah

dengan Dummy-4 (sektor Aneka industri) dengan tingkat korelasi 0.675. Korelasi yang terjadi pada variabel independen tersebut masih berada di bawah 0.900 (90%), sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas yang serius.

### C. Uji Autokorelasi

Dengan derajat kepercayaan 5%, jumlah sampel 173 dan jumlah variabel independen 8 maka diperoleh nilai tabel Durbin Watson diperoleh nilai  $d_l$  sebesar 1.44 dan  $d_u$  sebesar 1.65. Atas dasar nilai Durbin Watson tersebut maka dilakukan pengujian Autokorelasi dengan ketentuan sebagai berikut;

Tabel 4.16

Pedoman Uji Autokorekasi dengan Nilai Durbin Watson

Durbin Watson	Kesimpulan
Kurang dari 1.44	Ada autokorelasi positif
1.44 sampai dengan 1.65	Tanpa kesimpulan
1.65 sampai dengan 2.35	Tidak ada autokorelasi
2.35 sampai dengan 2.56	Tanpa kesimpulan
lebih dari 2.56	Ada autokorelasi negatif

Sumber: tabel Durbin Watson, diolah

Hasil pengolahan data Durbin Watson menunjukkan hasil nilai Durbin Watson sebesar 2.058. Nilai uji Durbin Watson tersebut berada di daerah tidak ada autokorelasi sehingga dapat disimpulkan bahwa pada persamaan regresi terhadap pertumbuhan penjualan sebagai variabel dependen tidak terdapat autokorelasi.

#### D. Uji Normalitas

Seperti telah dibahas pada bab 3 bahwa uji normalitas dilakukan dengan metode Kolmogorov Smirnov. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Tabel 4.17 menyajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov.

Tabel 4.17  
Hasil Uji Kolmogorov Smirnov terhadap Persamaan Regresi Pertumbuhan  
Penjualan

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
Leverage	1.202	0.111
D-1 (Sektor Pertanian)	7.074	0.000
D-2 (Sektor Pertambangan)	7.095	0.000
D-3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	6.196	0.000
D-4 (Sektor Aneka Industri)	6.304	0.000
D-5 (Sektor Barang Konsumsi)	6.545	0.000
D-6 (Sektor Properti & Real Estate)	6.854	0.000
D-7 (Sektor Infr., Utilitas & Transp.)	7.099	0.000
Pertumbuhan penjualan	0.661	0.775

Sumber: Data sekunder, diolah

Dari tabel 4.17 diatas dapat disimpulkan bahwa variabel leverage dan pertumbuhan penjualan terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai Kolmogorov Smirnov yang tidak signifikan. Sementara semua variabel Dummy adalah terdistribusi tidak normal. Menurut Gujarati, 1995, untuk variabel dummy tidak bisa diterapkan asumsi normalitas data, karena hanya ada dua nilai dalam variabel dummy yaitu 1 (satu) dan 0 (nol). Dengan demikian semua variabel yang digunakan dalam persamaan regresi dimana pertumbuhan penjualan sebagai variabel dependen tidak terdapat masalah yang berkaitan dengan asumsi normalitas.

#### 4.2.2.2 Model Regresi

Hasil pengolahan data dengan bantuan program SPSS diperoleh model regresi untuk pertumbuhan penjualan sebagai variabel dependen sebagaimana terlihat dalam tabel 4.18.

Tabel 4.18

Hasil nilai t dan signifikansi Analisis Regresi Pertumbuhan Penjualan

Nama Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikan si
Konstanta	0.130	1.100	0.273
Leverage	0.124	2.179	0.033
D-1 (Sektor Pertanian)	-0.074	-0.360	0.719
D-2 (Sektor Pertambangan)	0.299	1.604	0.111
D-3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	0.156	1.522	0.130
D-4 (Sektor Aneka Industri)	0.154	1.478	0.141
D-5 (Sektor Barang Konsumsi)	0.230	2.142	0.034
D-6 (Sektor Properti & Real Estate)	-0.342	-2.943	0.004
D-7 (Sektor Infr., Utilitas & Transp.)	0.209	1.438	0.152

Sumber: Data sekunder, diolah

Dari tabel 4.18 tersebut, maka dapat ditulis menjadi persamaan regresi untuk pertumbuhan penjualan sebagai variabel dependen sebagai berikut;

$$\text{Pertumbuhan Penjualan} = 0.130 + 0.124X - 0.074D1 + 0.299D2 + 0.156D3 + 0.154D4 + 0.230D5 - 0.342D6 + 0.209D7$$

Dimana X adalah leverage keuangan dan D1 sampai D7 adalah sektor industri.

#### 4.2.2.3 Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1b : Leverage keuangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel leverage keuangan adalah 2.179, nilai ini lebih besar dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penolakan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menerima hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa leverage keuangan berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.033) yang lebih kecil dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menerima Hipotesis 1b.

Hipotesis 2b : Sektor pertanian berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pertanian adalah -0.360, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor pertanian tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.719) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 2b.

Hipotesis 3b : Sektor pertambangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pertambangan adalah 1.604, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor pertambangan tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.111) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 3b.

Hipotesis 4b : Sektor Industri & kimia dasar berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor industri & kimia dasar adalah 1.522, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor industri & kimia dasar tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.130) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 4b.

Hipotesis 5b : Sektor aneka industri berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor aneka industri adalah 1.478, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor aneka industri tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.141) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 5b.

Hipotesis 6b : Sektor industri barang konsumsi berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor industri barang konsumsi adalah 2.142, nilai ini lebih besar dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penolakan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menerima hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor industri barang konsumsi berpengaruh terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.034) yang lebih kecil dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menerima Hipotesis 6b.



Hipotesis 7b : Sektor properti & real estate berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor properti & real estate adalah  $-2,943$ , nilai ini lebih besar dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penolakan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan penerimaan hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor properti & real estate berpengaruh terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.004) yang lebih kecil dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menerima Hipotesis 7b.

Hipotesis 8b : Sektor infrastruktur, utilitas & transportasi berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk pertumbuhan penjualan.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pinfrastruktur, utilitas & transportasi adalah 1.438, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor infrastruktur, utilitas & transportasi tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.152) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 8b.

Makna dari persamaan regresi terhadap pertumbuhan penjualan seperti diatas adalah bahwa apabila leverage keuangan mengalami kenaikan 1% (satu persen) maka akan terjadi kenaikan pertumbuhan sebesar 12,4% pada sektor perdagangan, jasa dan investasi. Pertumbuhan penjualan pada sektor industri barang konsumsi lebih tinggi 23% dan pada sektor property & real estate lebih rendah 34,2% dibanding dengan sektor perdagangan, jasa dan investasi. Pada sektor pertanian pertumbuhannya lebih rendah 7,4% dibanding dengan sektor perdagangan, jasa dan investasi akan tetapi pengaruh sektor ini tidak signifikan. Sektor pertambangan, industri dan kimia dasar, aneka industri, dan infrastruktur, utilitas dan transportasi pertumbuhannya lebih tinggi masing-masing 29,9%, 15,6%, 15,4%, dan 20,9% dibanding sektor perdagangan, jasa dan investasi, akan tetapi pengaruh sektor industri ini tidak berarti. Artinya pertumbuhan penjualan yang paling rendah adalah terjadi pada sektor properti dan real estate, sedang yang paling tinggi adalah sektor industri barang konsumsi.

Hasil ini diperkuat dengan hasil uji F, dimana ditunjukkan bahwa secara simultan variabel leverage keuangan dan sektor industri berpengaruh secara berarti terhadap perubahan pertumbuhan penjualan. Dibuktikan dengan hasil uji F sebesar 5,117 dimana lebih besar dibanding dengan F tabel dengan DF 164 dan derajat kepercayaan 5% yaitu sebesar 1.94. Signifikansi uji F juga menunjukkan lebih kecil dari derajat kepercayaan 5% yaitu 0%.

Tabel 4.19

Hasil Uji F dan Adjusted R square

Keterangan	Nilai
Uji F (F hitung)	5,117
Signifikansi	0.000
Adjusted R square	0,161

Sumber: data sekunder, diolah

Presentase pengaruh variabel leverage keuangan dan sektor industri hanya sebesar 16,1%, hal ini dapat dilihat dari besarnya koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R square*)nya, sedangkan sisanya dijelaskan oleh variabel lain. Hal ini menunjukkan kecilnya pengaruh variabel leverage keuangan dan sektor industri terhadap perubahan pertumbuhan penjualan. Hasil perhitungan uji F maupun Adjusted R square dapat dilihat pada tabel 4.19.

#### 4.2.3 Pengembangan dan Analisis Model (Laba Operasi)

Dalam pembahasan kerangka berfikir pada bab 2 telah di bahas bahwa leverage keuangan dan sektor industri akan diregres terhadap pertumbuhan penjualan. Pada model regresi ini akan di teliti sampai sejauh mana pengaruh variabel independen (leverage keuangan dan sektor industri) terhadap variabel dependen (pertumbuhan penjualan). Tahap-tahap yang dilakukan dalam pengembangan model ini adalah pengujian terhadap asumsi model klasik, pembentukan model regresi dan pengujian hipotesis.

#### 4.2.3.1 Uji Asumsi Model Klasik

##### A. Uji Normalitas

Seperti telah dibahas pada bab 3 bahwa uji normalitas dilakukan dengan metode Kolmogorov Smirnov. Uji ini dilakukan dengan menggunakan tingkat kepercayaan 5%. Tabel 4.20 menyajikan hasil uji Kolmogorov Smirnov. Dari tabel 4.20 dapat disimpulkan bahwa variabel leverage terdistribusi secara normal. Hal ini dapat dilihat pada nilai Kolmogorov Smirnov yang tidak signifikan. Akan tetapi laba operasi (EBIT) tidak terdistribusi secara normal, dibuktikan dengan nilai Kolmogorov Smirnov yang signifikan. Untuk menghasilkan data yang terdistribusi normal maka dapat dilakukan teknik-teknik transformasi. Barbara, 1996, memberikan teknik-teknik transformasi untuk

Tabel 4.20

Hasil Uji Kolmogorov Smirnov terhadap Persamaan Regresi laba operasi

Nama Variabel	Kolmogorov Smirnov Z Statistik	Signifikansi
Leverage	1.202	0.111
Dummy-1 (Sektor Pertanian)	7.074	0.000
Dummy-2 (Sektor Pertambangan)	7.095	0.000
Dummy-3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	6.196	0.000
Dummy-4 (Sektor Aneka Industri)	6.304	0.000
Dummy-5 (Sektor Barang Konsumsi)	6.545	0.000
Dummy-6 (Sektor Properti & Real Estate)	6.854	0.000
Dummy-7 (Sektor Infr., Utilitas & Transp.)	7.099	0.000
EBIT	3.609	0.000
Log EBIT	1.542	0.083

Sumber: Data sekunder, diolah

menormalkan data yaitu dengan *squareroot*, *logarithm*, *inverse*, *reflect and square root*, *reflect and logaritm*, dan *reflect and inverse*. Dengan terknik-teknik transformasi data seperti diatas maka akan diperoleh data yang dapat terdistribusi secara normal. Hasil transformasi data yang dilakukan maka ditemukan teknik *logarithm* untuk menormalkan distribusi data EBIT. Tabel 4.20 menampilkan bahwa dengan log maka diperoleh nilai Kolmogorv Smirnov yang tidak signifikan yaitu dengan nilai 1.542 dan signifikansi 0.083. Dengan demikian dapat dikatakan bahwa data log EBIT telah terdistribusi secara normal.

Sementara semua variabel Dummy adalah terdistribusi tidak normal. Menurut Gujarati, 1995, untuk variabel dummy tidak bisa diterapkan asumsi normalitas data, karena hanya ada dua nilai dalam variabel dummy yaitu 1 (satu) dan 0 (nol). Dengan demikian semua variabel yang digunakan dalam persamaan regresi dimana laba operasi sebagai variabel dependen tidak terdapat masalah yang berkaitan dengan asumsi normalitas.

## **B. Non Multikolinearitas**

Dari hasil pengolahan data yang dapat dilihat pada tabel 4.21, diperoleh hasil bahwa tidak ada satu variabel independen yang memiliki *variance inflation factors* (VIF) yang lebih dari 10 atau *tolerance value* dibawah 0.10. Sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolineraitas dalam persamaan regresi terhadap laba operasi sebagai variabel dependen.

Tabel 4.21

Hasil Uji Multikolinearitas dengan *Tolerance Value* dan *Inflation Factors* pada  
Persamaan Regresi terhadap laba operasi

Nama Variabel	Tolerance	VIF
Leverage	0.930	1.076
Dummy – 1 (Sektor Pertanian)	0.840	1.191
Dummy – 2 (Sektor Pertambangan)	0.810	1.235
Dummy – 3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	0.411	2.433
Dummy – 4 (Sektor Aneka Industri)	0.420	2.380
Dummy – 5 (Sektor Barang Konsumsi)	0.455	2.197
Dummy – 6 (Sektor Properti & Real Estate)	0.529	1.891
Dummy – 7 (Sektor Infrastruktur, Utilitas & Transp.	0.688	1.454

Sumber: Data Sekunder, diolah

Untuk memperkuat kesimpulan tersebut diatas, dilakukan analisis korelasi untuk dapat menggambarkan hubungan antar variabel independen. Tabel 4.22 memperlihatkan hasil uji koefisien korelasi antar masing-masing variabel independen.

Dari tabel 4.22, tampak bahwa ada korelasi yang cukup tinggi antara variabel Dummy-3 (sektor industri & kimia dasar) dengan Dummy-6 (sektor properti & real estate) dengan tingkat korelasi 0.604, antara variabel Dummy-4 (sektor Aneka industri) dengan Dummy-6 (sektor properti & real estate) dengan tingkat korelasi 0.603, antara variabel Dummy-3 (sektor Industri & kimia dasar) dengan Dummy-5 (sektor Industri barang Konsumsi) dengan tingkat korelasi 0.658, antara variabel Dummy-4 (sektor aneka industri) dengan Dummy-5 (sektor industri barang konsumsi) dengan tingkat korelasi 0.641 dan antara variabel

Tabel 4.22

Hasil Uji Multikolinearitas dengan Koefisien Korelasi pada Persamaan Regresi  
Terhadap Laba Operasi

Variabel	Lvg	D-1	D-2	D-3	D-4	D-5	D-6	D-7
Leverage	1.000							
Dummy – 1	0.085	1.000						
Dummy – 2	0.083	0.196	1.000					
Dummy – 3	0.031	0.347	0.380	1.000				
Dummy – 4	-0.081	0.333	0.365	0.675	1.000			
Dummy – 5	0.064	0.334	0.365	0.658	0.641	1.000		
Dummy – 6	-0.062	0.299	0.327	0.604	0.603	0.574	1.000	
Dummy – 7	0.104	0.252	0.274	0.488	0.469	0.468	0.421	1.000

Sumber: Data Sekunder, diolah

Dummy-3 (sektor industri & kimia dasar) dengan Dummy-4 (sektor aneka industri) dengan tingkat korelasi 0.675. Korelasi yang terjadi pada variabel independen tersebut masih berada di bawah 0.900, sehingga dapat disimpulkan bahwa tidak terjadi multikolinearitas yang serius.

### C. Uji Autokorelasi

Dengan derajat kepercayaan 5%, jumlah sampel 173 dan jumlah variabel independen 8 maka diperoleh nilai tabel Durbin Watson diperoleh nilai dl sebesar 1.44 dan du sebesar 1.65. Atas dasar nilai Durbin Watson tersebut maka dilakukan pengujian Autokorelasi dengan ketentuan sebagai berikut;

Tabel 4.23

Pedoman Uji Autokorekasi dengan Nilai Durbin Watson

Durbin Watson	Kesimpulan
Kurang dari 1.44	Ada autokorelasi positif
1.44 sampai dengan 1.65	Tanpa kesimpulan
1.65 sampai dengan 2.35	Tidak ada autokorelasi
2.35 sampai dengan 2.56	Tanpa kesimpulan
lebih dari 2.56	Ada autokorelasi negatif

Sumber: tabel Durbin Watson, diolah

Hasil pengolahan data Durbin Watson menunjukkan hasil nilai Durbin Watson sebesar 2.066. Nilai uji Durbin Watson tersebut berada di daerah tidak ada autokorelasi sehingga dapat disimpulkan bahwa pada persamaan regresi terhadap laba operasi sebagai variabel dependen tidak terdapat autokorelasi.

#### D. Uji Heteroskedastisitas

Seperti yang telah di bahas dalam bab 3 bahwa uji heteroskedastisitas akan dilakukan dengan menggunakan Uji Glesjer. Uji Glesjer adalah dengan membentuk persamaan regresi yang menggunakan nilai absolut residual sebagai variabel dependen. Persamaan regresi yang dibentuk menjadi sebagai berikut;

$$e_i = a + b_1X_1 + b_2D_1 + b_3D_2 + b_4D_3 + b_5D_4 + b_6D_5 + b_7D_6 + b_8D_7$$

Dari persamaan diatas  $e_i$  merupakan nilai absolut residual. Gejala heteroskedastisitas akan nampak apabila nilai t statistik variabel independen lebih besar dari pada nilai t tabelnya ( $t_{hitung} > t_{tabel}$ ) atau apabila signifikansi t lebih kecil dari taraf signifikansinya yaitu 5% ( $\text{nilai sig.}t < 0.05$ ). Besarnya t tabel



dengan tingkat signifikansi 5% dan DF sebesar 164 adalah 1.960. Hasil Uji Glesjer akan menghasilkan persamaan regresi dengan nilai t dan probabilitas sebagai berikut;

Tabel 4.24  
Hasil Uji Glesjer terhadap Persamaan Regresi Laba Operasi

Nama Variabel	Nilai t	Probabilitas
Leverage	1.031	0.304
Dummy – 1 (Sektor Pertanian)	0.009	0.993
Dummy – 2 (Sektor Pertambangan)	0.069	0.945
Dummy – 3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	1.112	0.262
Dummy – 4 (Sektor Aneka Industri)	-0.002	0.999
Dummy – 5 (Sektor Barang Konsumsi)	0.371	0.711
Dummy – 6 (Sektor Properti & Real Estate)	-0.115	0.908
Dummy – 7 (Sektor Infrastruktur, Utilitas & Transp.)	0.308	0.758

Sumber : Data sekunder, diolah

Dari hasil Uji Glesjer tersebut diketahui bahwa tidak ada nilai t hitung yang lebih besar dari t tabel, demikian juga dengan nilai probabilitasnya tidak ada yang lebih kecil dari taraf signifikansi 0.05. Jadi dari hasil Uji Glesjer tersebut dapat disimpulkan bahwa persamaan regresi dimana variabel laba operasi sebagai variabel dependen tidak terdapat heteroskedastisitas.

#### 4.2.3.2 Model Regresi

Hasil pengolahan data dengan bantuan program SPSS diperoleh model regresi untuk laba operasi sebagai variabel dependen sebagaimana terlihat dalam tabel 4.25.

Tabel 4.25

Hasil nilai t dan signifikansi Analisis Regresi Laba Operasi

Nama Variabel	Koefisien Regresi	Nilai t	Signifikan si
Konstanta	5.9960	40.137	0.000
Leverage	-0.0494	-2.247	0.024
Dummy-1 (Sektor Pertanian)	0.0002	0.001	0.999
Dummy-2 (Sektor Pertambangan)	0.0234	0.099	0.921
Dummy-3 (Sektor Industri & Kimia Dasar)	-0.1170	-0.908	0.365
Dummy-4 (Sektor Aneka Industri)	0.0229	0.175	0.862
Dummy-5 (Sektor Barang Konsumsi)	0.0456	0.336	0.737
Dummy-6 (Sektor Properti & Real Estate)	0.0072	0.049	0.961
Dummy-7 (Sektor Infr., Utilitas & Transp.)	0.0255	0.139	0.890

Sumber: Data sekunder, diolah

Dari tabel 4.25 tersebut, maka dapat ditulis menjadi persamaan regresi untuk laba operasi sebagai variabel dependen sebagai berikut;

$$\text{Log laba Operasi} = 5,996 - 0,0494X + 0,0002D1 + 0,0234D2 - 0,1170D3 + 0,0229D4 + 0,0456D5 + 0,0072D6 + 0,0256D7$$

Dimana X adalah leverage keuangan dan D1 sampai D7 adalah sektor industri.

#### 4.2.3.3 Pengujian Hipotesis

Hipotesis 1c : Leverage keuangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel leverage keuangan adalah -2.247(absolut), nilai ini lebih besar dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penolakan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan penerimaan hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa leverage keuangan berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.024) yang lebih kecil dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menerima Hipotesis 1c.

Hipotesis 2c : Sektor pertanian berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pertanian adalah 0.001, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor pertanian tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0,999) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 2c.

Hipotesis 3c : Sektor pertambangan berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pertambangan adalah 0.099, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor pertambangan tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.921) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 3c.

Hipotesis 4c : Sektor Industri & kimia dasar berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor industri & kimia dasar adalah -0.908 (absolut), nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor industri & kimia dasar tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.365) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 4c.

Hipotesis 5c : Sektor aneka industri berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor aneka industri adalah 0.175, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor aneka industri tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.862) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 5c.

Hipotesis 6c : Sektor industri barang konsumsi berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor industri barang konsumsi adalah 0.336, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penolakan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan penerimaan hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor industri barang konsumsi berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.737) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 6c.

Hipotesis 7c : Sektor properti & real estate berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor properti & real estate adalah 0.049, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor properti & real estate tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.961) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 7c.

Hipotesis 8c : Sektor infrastruktur, utilitas & transportasi berpengaruh terhadap kinerja keuangan dalam bentuk laba operasi.

Nilai  $t$  hitung untuk variabel sektor pinfrastruktur, utilitas & transportasi adalah 0.139, nilai ini lebih kecil dibanding dengan  $t$  tabel dengan DF sebanyak 164 dan derajat kepercayaan 5% adalah 1.960 (absolut). Oleh karena itu hasil uji  $t$  hitung berada pada daerah penerimaan hipotesis nol ( $H_0$ ) dan menolak hipotesis alternatif ( $H_a$ ), yang berarti bahwa sektor infrastruktur, utilitas & transportasi tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Hal ini diperkuat dengan nilai signifikansi (0.890) yang lebih besar dibanding dengan derajat kepercayaan 0.05 (5%). Dengan demikian kesimpulannya adalah menolak Hipotesis 8c.

Makna dari persamaan regresi terhadap laba operasi seperti diatas adalah bahwa dengan anggapan semua variabel konstan maka apabila leverage keuangan mengalami kenaikan 1% (satu persen) maka akan terjadi penurunan

laba operasi sebesar 4,9% pada sektor perdagangan, jasa dan investasi. Sesuai dengan Gujarati, 1995 maka untuk memberi makna pada koefisien regresi yang berbentuk semilog, maka terlebih dahulu dicari anti log dari masing-masing koefisien pada variabel dummy kemudian dikurangi dengan 1 (satu). Laba operasi ini akan turun sebesar 12,4% menjadi lebih rendah pada sektor industri dan kimia dasar dibanding sektor perdagangan, jasa dan investasi. Sebaliknya pada sektor pertanian, pertambangan, aneka industri, industri barang konsumsi, properti dan real estate, dan infrastruktur, utilitas dan transportasi laba operasinya lebih tinggi masing-masing 0,002%, 2,4%, 2,3%, 4,7%, dan 0,7%. Artinya pengaruh leverage keuangan terhadap return saham yang paling rendah adalah terjadi pada sektor industri dan kimia dasar, akan tetapi pengaruh variabel sektor industri tidak signifikan atau tidak berarti. Dengan kata lain adalah bahwa leverage keuangan berpengaruh terhadap perubahan laba operasi secara berarti dan besarnya laba operasi tidak berbeda secara berarti pada semua sektor industri.

Hasil persamaan regresi ini apabila dilihat dari hasil uji F, dimana ditunjukkan bahwa secara simultan variabel leverage keuangan dan sektor industri berpengaruh secara berarti terhadap perubahan laba operasi. Dibuktikan dengan hasil uji F 2,379 dimana nilai ini lebih besar dibanding dengan F tabel dengan DF 164 dan derajat kepercayaan 5% yaitu sebesar 1.94. Signifikansi uji F juga menunjukkan lebih kecil dari derajat kepercayaan 5% yaitu 0,031%.

Tabel 4.26

Hasil Uji F dan Adjusted R square (Laba Operasi)

Keterangan	Nilai
Uji F (F hitung)	2.379
Signifikansi	0.031
Adjusted R square	0.004

Sumber: data sekunder, diolah

Presentase pengaruh variabel leverage keuangan dan sektor industri hanya sebesar 0.04%, ini dapat dilihat dari besarnya koefisien determinasi yang telah disesuaikan (*Adjusted R square*)nya. Hal ini menunjukkan kecilnya pengaruh variabel leverage keuangan dan sektor industri terhadap perubahan laba operasi. Dengan demikian Hasil perhitungan uji F maupun Adjusted R square dapat dilihat pada tabel 4.26.

Pada bab ini telah dilakukan analisis untuk menguji hipotesis yang telah diajukan dalam bab II. Hasil yang pengolahan data menunjukkan bahwa leverage keuangan berpengaruh secara berarti terhadap pertumbuhan penjualan dan laba operasi, akan tetapi tidak berpengaruh secara berarti terhadap return saham. Sektor industri lebih banyak tidak berpengaruh secara berarti terhadap ke tiga variabel dependen. Hanya sektor property & real estate dan sektor industri barang konsumsi berpengaruh terhadap pertumbuhan penjualan.



## **BAB V**

### **KESIMPULAN DAN IMPLIKASI KEBIJAKAN**

Dalam bab V ini akan dibahas mengenai kesimpulan hipotesis dan masalah penelitian yang telah diuraikan pada bab I dan bab II, implikasi teoritis dan kebijakan manajemen. Selanjutnya pembahasan akan dilanjutkan dengan implikasi teoritis dan kebijakan manajemen serta keterbatasan penelitian dan agenda untuk peneliti yang akan datang.

Kebijakan penentuan leverage keuangan bagi perusahaan harus dilakukan dengan cara yang hati-hati. Kebutuhan untuk melakukan ekspansi dan pembiayaan operasional perusahaan sering kali mendorong pihak manajemen untuk mencari sumber dana dari luar perusahaan. Sumber dana yang akan memberikan manfaat paling besar dengan suatu konsekuensi biaya tertentu atau sumber dana yang akan memberikan suatu manfaat tertentu dengan biaya yang sekecil mungkin adalah pertimbangan-pertimbangan yang harus dihitung dengan cermat. Apabila salah dalam melakukan pertimbangan atau salah dalam melakukan operasionalisasi maka bisa jadi sumber dana tersebut justru akan menjadi bumerang yang akan menghancurkan perusahaan.

Leverage keuangan akan mempengaruhi kekuatan perusahaan dalam melakukan operasionalisasinya. Dengan leverage keuangan perusahaan mampu melakukan berbagai aktivitas usaha yang sebelumnya tidak bisa dilakukan apabila didanai dengan modal. Leverage keuangan memberikan kemampuan

bagi perusahaan untuk melakukan pengembangan usaha, penetrasi pasar, diversifikasi produk ataupun ekspansi.

Menurut Weston dan Brigham (1994), dampak yang akan diperoleh dari akibat adanya leverage keuangan akan mampu mempengaruhi hasil penjualan, sehingga juga akan meningkatkan laba operasi (EBIT). Selanjutnya dengan adanya kenaikan laba operasi maka diharapkan akan mempengaruhi laba perlembar saham dan meningkatkan persepsi pemegang saham sehingga akan mempengaruhi return saham.

Leverage keuangan tentu saja tidak hanya menghasilkan dampak yang positif seperti disebutkan diatas. Hutang yang tidak di kelola dengan baik akan dapat mengakibatkan dampak yang tidak baik pula, ditambah dengan adanya tekanan kondisi eksternal (kondisi sektor industri) serta melonjaknya nilai tukar mata uang dimana hutang harus dikembalikan. Kebijakan leverage keuangan menimbulkan beban tetap berupa bunga pinjaman serta pokok pinjaman yang harus dibayar pada saat jatuh tempo. Oleh karena itu maka apabila hutang yang menimbulkan leverage keuangan itu tidak dapat menghasilkan dampak yang positif maka justru perusahaan akan terperosok pada beban tetap yang harus dibayar walaupun kondisi perusahaan tidak memungkinkan untuk membayar. Bahkan bisa jadi justru leverage keuangan akan semakin memperparah kondisi perusahaan karena pada saat perusahaan harus berjuang menghadapi tekanan kondisi sektor industri juga harus membayar beban tetap dari adanya leverage keuangan.

## **5.1 Kesimpulan Hipotesis**

### **5.1.1 Pengaruh Leverage Keuangan dan Sektor Industri terhadap Return Saham**

1. Data yang dipergunakan dalam persamaan regresi ini tidak terdapat multikolineritas, heteroskedastisitas, autokorelasi serta berdistribusi normal. Semua variabel dummy adalah tidak normal, akan tetapi menurut Gujarati, 1995, hal ini tidak mengganggu karena memang variabel dummy hanya ada dua kategori yaitu 1 (satu) dan 0 (nol) dan hal ini mengikuti distribusi binomial.
2. Hasil analisis regresi terhadap return saham menunjukkan bahwa variabel leverage keuangan dan sektor industri tidak berpengaruh secara berarti terhadap perubahan return saham. Hal ini terbukti dari hasil uji t dan uji F yang tidak signifikan pada derajat kepercayaan 5%.
3. Dengan demikian apabila semua variabel lain dianggap konstan maka berapapun perubahan leverage keuangan dan sektor industri apapun tidak akan berpengaruh secara berarti terhadap perubahan return saham.

### **5.1.2 Pengaruh Leverage Keuangan dan Sektor Industri terhadap Pertumbuhan Penjualan**

1. Pada tahap awal terdapat heteroskedastisitas pada persamaan regresi terhadap variabel pertumbuhan penjualan sebagai variabel bebas. Akan tetapi hal ini terjadi pada variabel dummy dan dapat diabaikan. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini tidak

terdapat multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi serta berdistribusi normal.

2. Hasil analisis regresi terhadap pertumbuhan penjualan menunjukkan bahwa leverage keuangan berpengaruh signifikan terhadap pertumbuhan penjualan. Apabila variabel lain dianggap konstan maka perubahan leverage keuangan sebesar 1% maka akan mempengaruhi pertumbuhan penjualan sebesar 12,4% pada sektor perdagangan, jasa dan investasi.
3. Pengaruh sektor industri barang konsumsi terhadap pertumbuhan penjualan lebih tinggi 17,2% dibandingkan sektor perdagangan, jasa dan investasi.
4. Pengaruh sektor properti dan real estate terhadap pertumbuhan penjualan lebih rendah 27% dibanding dengan sektor perdagangan, jasa dan investasi.
5. Sektor pertanian, sektor pertambangan, sektor industri dan kimia dan sektor aneka industri tidak berpengaruh secara berarti terhadap pertumbuhan penjualan atau besarnya relatif sama dengan sektor perdagangan, jasa dan investasi.

### **5.1.3 Pengaruh Leverage Keuangan dan Sektor Industri terhadap Laba Operasi**

1. Pada awalnya variabel laba operasi adalah data yang berdistribusi tidak normal akan tetapi hal ini dapat diatasi dengan teknik-teknik transformasi data. Sehingga dapat disimpulkan bahwa data yang digunakan dalam penelitian ini tidak terdapat multikolinearitas, heteroskedastisitas, autokorelasi serta berdistribusi normal.
2. Hasil analisis regresi terhadap laba operasi membentuk persamaan semi log.

3. Leverage keuangan berpengaruh secara signifikan pada derajat kepercayaan 5% terhadap laba operasi. Apabila variabel lain dianggap konstan maka perubahan leverage keuangan sebesar 1% akan mengakibatkan penurunan laba operasi sebesar 4,9% pada sektor perdagangan, jasa dan investasi.
4. Sektor industri tidak berpengaruh secara berarti terhadap laba operasi. Dengan kata lain adalah laba operasi menghasilkan nilai yang relatif sama pada semua sektor industri.

## 5.2 Kesimpulan Masalah Penelitian

Penelitian ini disusun sebagai usaha untuk melakukan pengujian terhadap beberapa konsep mengenai pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap return saham, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba operasi. Seperti yang telah ditulis pada bab I, telah dikembangkan beberapa masalah dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan return saham.

Tidak diperoleh bukti yang signifikan bahwa leverage keuangan dan sektor industri berpengaruh secara berarti terhadap perubahan return saham. Sehingga dalam penentuan kebijakan mengenai leverage keuangan pertimbangan akan dampak terhadap return saham tidak begitu berarti. Keadaan ini kemungkinan terjadi disebabkan oleh perilaku pasar modal yang tidak begitu mempertimbangkan leverage keuangan dalam melakukan kegiatan di pasar modal. Besarnya return saham juga relatif sama pada semua sektor industri.

Selanjutnya permasalahan dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan perusahaan yang diukur dengan pertumbuhan penjualan. Setelah dilakukan uji hipotesis seperti yang telah dibahas dalam bab IV ternyata variabel leverage keuangan berpengaruh positif terhadap perubahan pertumbuhan penjualan. Dengan demikian apabila variabel lain dianggap konstan maka apabila perusahaan meningkatkan leverage keuangan 1% maka perusahaan akan dapat menaikkan pertumbuhan penjualannya 12,4%. Pertumbuhan penjualan ini besarnya hampir sama pada semua sektor industri kecuali sektor industri barang konsumsi dan sektor properti dan real estate.

Pada sektor industri barang konsumsi terjadi kenaikan pertumbuhan penjualan lebih tinggi 23% dibanding sektor perdagangan, jasa dan investasi, sedangkan sektor properti dan sektor real estate pertumbuhan penjualannya lebih rendah 34,2%.

Permasalahan ketiga dalam penelitian ini adalah bagaimana pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan laba operasi. Diperoleh bukti bahwa leverage keuangan secara signifikan berpengaruh negatif terhadap laba operasi, sedangkan sektor industri tidak berpengaruh secara berarti. Oleh karena itu dalam penentuan kebijakan besarnya leverage seyogyanya perlu dipertimbangkan secara mendalam akan pengaruhnya terhadap perubahan laba operasi. Peningkatan leverage keuangan justru akan membuat penurunan laba operasi perusahaan sebesar 4,9%.

Pengaruh terhadap laba operasi ini besarnya tidak berbeda secara berarti pada semua sektor industri.

Berdasarkan hipotesis-hipotesis yang telah dikembangkan dalam penelitian ini, kemudian di uji dengan regresi berganda, dapat disimpulkan sebagai berikut :

1. Leverage keuangan tidak berpengaruh secara berarti terhadap kinerja keuangan yang diukur dengan return saham.
2. Leverage keuangan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan penjualan dan berpengaruh negatif terhadap laba operasi.
3. Sektor industri secara signifikan hanya berpengaruh terhadap pertumbuhan penjualan yaitu sektor industri barang konsumsi dan sektor properti dan real estate.

### **5.3 Implikasi Teoritis**

Penelitian ini bertujuan untuk menguji hipotesis yang telah diajukan dan ingin melihat seberapa jauh pengaruh leverage keuangan dan sektor industri perusahaan terhadap return saham, pertumbuhan penjualan dan laba operasi. Sejauh ini teori mengenai pengaruh leverage keuangan baru dibahas secara independen terhadap return saham, pertumbuhan penjualan dan pertumbuhan laba operasi (Weston dan Brigham, 1994). Penelitian ini telah dilakukan dengan memasukkan pengaruh sektor industri bersama-sama dengan leverage keuangan, sehingga diketahui pengaruh leverage keuangan pada masing-

masing sektor industri, seperti yang telah dilakukan oleh Opler dan Titman (1994).

Dari penelitian ini diperoleh hasil bahwa ternyata leverage keuangan tidak berpengaruh secara berarti terhadap perubahan return saham. Leverage keuangan tidak membawa dampak pada kemampuan perusahaan dalam meningkatkan return saham. Hasil ini bertentangan dengan hasil temuan Opler dan Titman, 1994 dan Weston dan Brigham, 1994. Hal ini kemungkinan terjadi karena perilaku pasar modal yang tidak memperhatikan leverage keuangan sebagai informasi untuk menentukan kebijakan investasinya. Para pelaku pasar modal lebih memilih informasi lain diluar leverage keuangan dalam menentukan kebijakan investasi, ini terkait dengan masa penelitian dimana pada saat penelitian adalah masa krisis ekonomi sehingga faktor-faktor diluar leverage keuangan lebih mempengaruhi return saham.

Lebih jauh ditemukan bahwa leverage keuangan berpengaruh positif terhadap pertumbuhan penjualan. Kenaikan leverage keuangan sebesar satu persen akan mengakibatkan kenaikan pertumbuhan penjualan sebesar 12,4%. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Opler dan Titman, 1994. Besarnya pengaruh pertumbuhan penjualan tidak sama pada masing-masing sektor industri. Sektor industri barang konsumsi dan sektor properti dan real estate menunjukkan pengaruh yang secara signifikan berbeda dengan sektor industri yang lain. Sektor industri barang konsumsi memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan penjualan yang paling tinggi dibanding sektor lain,



sedangkan sektor properti dan real estate memiliki pengaruh terhadap pertumbuhan penjualan yang paling rendah.

Hasil penelitian ini juga menunjukkan bahwa leverage keuangan berpengaruh negatif terhadap laba operasi. Hal ini terkait dengan beban tetap yang harus ditanggung oleh perusahaan yang memiliki leverage keuangan. Pada saat perusahaan tidak mampu mengelola leverage keuangan sehingga tidak mampu menciptakan nilai tambah, sementara itu pula perusahaan harus mengeluarkan biaya yang bersifat tetap akan beban bunga dan pokok pinjaman. Hal ini mendukung teori mengenai dampak leverage keuangan terhadap laba operasi seperti digambarkan oleh Weston dan Brigham (1994). Weston dan Brigham (1994), menyatakan bahwa walaupun leverage keuangan akan membawa dampak positif menaikkan return saham, EPS dan EBIT, akan tetapi juga dapat berdampak menurunkan return saham, EPS dan EBIT karena pada dasarnya leverage keuangan juga akan membawa resiko bisnis dan semakin besar leverage keuangan maka semakin besar pula resiko bisnis perusahaan.

#### **5.4 Implikasi Kebijakan Manajemen**

Kebijakan yang berkaitan dengan leverage keuangan dapat membawa dampak yang tidak baik bagi perusahaan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa leverage keuangan akan membawa dampak negatif terhadap pertumbuhan laba operasi. Apabila diperhatikan lebih lanjut leverage keuangan yang dimiliki oleh perusahaan-perusahaan yang diteliti adalah tinggi, yaitu diantara 50%. Seperti yang dikatakan oleh Weston dan Brigham (1994), bahwa leverage keuangan

dapat meningkatkan return saham dan EBIT, resiko akibat penggunaan leverage yang tinggi adalah penurunan EBIT, EPS dan harga saham. Dengan demikian kemungkinan perusahaan sudah terlalu banyak menanggung beban tetap akibat leverage yang berada diatas 40%, sehingga semakin bertambahnya leverage justru akan mengakibatkan penurunan laba operasi. Oleh karena itu perusahaan harus berhati-hati dalam memutuskan kebijakan leverage keuangan, jangan sampai terjadi peningkatan leverage keuangan yang akan menurunkan laba operasi.

Sebelum memutuskan kebijakan mengenai leverage keuangan hendaknya terlebih dahulu difikirkan akan dampaknya terhadap pertumbuhan laba operasi. Tingkat suku bunga yang disyaratkan, tanggal jatuh tempo serta yang lebih penting adalah bagaimana pemanfaatan leverage keuangan sehingga benar-benar meningkatkan kesejahteraan perusahaan. Leverage keuangan dengan beban bunga yang relatif tinggi mengakibatkan perusahaan harus mengeluarkan beban tetap yang memberatkan. Apalagi apabila beban bunga yang tinggi tersebut tidak diimbangi dengan penghasilan yang lebih tinggi yang dapat diciptakan dari leverage keuangan.

Seyogyanya perusahaan memperhitungkan faktor gejolak nilai tukar dalam memutuskan leverage keuangan yang diperoleh dari hutang dalam bentuk mata uang luar negeri. Untuk mengantisipasi ketidak pastian nilai tukar, perusahaan hendaknya melakukan *hedging*, sehingga akan dapat melindungi perusahaan dari gejolak nilai tukar. Waktu dilakukannya pengukuran kinerja perusahaan adalah waktu dimana kondisi nilai tukar rupiah anjlok terhadap kurs

dollar Amerika. Pembahasan dalam bab I dan bab II telah di singgung bahwa ada kecenderungan leverage keuangan yang dimiliki perusahaan adalah lebih besar berasal dari hutang dengan mata uang dollar Amerika. Oleh karena itu perusahaan memperoleh dampak yang sangat berat karena harus membayar beban bunga pinjaman dan pokok hutang dengan kurs yang melonjak, sehingga mengakibatkan beban tetap yang sangat tinggi.

Bagi pemegang saham atau calon pemegang saham, hendaknya berhati-hati dalam memutuskan kebijakan investasi pada perusahaan dengan leverage keuangan diatas 40%. Walupun leverage keuangan tidak berpengaruh secara berarti terhadap return saham, akan tetapi leverage keuangan berpengaruh negatif (4,94%) terhadap laba operasi. Penurunan laba operasi akan dapat menurunkan pendapatan perlembar saham dan lebih parah dapat mengakibatkan kebangkrutan bagi perusahaan.

Bagi kreditur hendaknya mempelajari secara hati-hati keputusan kreditnya kepada suatu perusahaan. Pengelolaan hutang yang diminta debitur hendaknya betul-betul bisa diyakini dan kemampuan perusahaan untuk mengelola sekaigus memenuhi kewajiban-kewajibannya hendaknya terus diamati.

Walaupun demikian ternyata leverage keuangan mampu mempengaruhi secara positif pertumbuhan penjualan sebesar 12,4%. Pihak manajemen perlu mengupayakan supaya kenaikan pertumbuhan penjualan yang diakibatkan dari kenaikan leverage keuangan ini mampu meningkatkan kesejahteraan perusahaan. Dengan kata lain jangan sampai kenaikan pertumbuhan penjualan ini tertutupi oleh beban tetap akibat penggunaan hutang sehingga bukannya

dapat meningkatkan laba perusahaan tetapi justru mengakibatkan perusahaan terjerat oleh beban tetap yang memberatkan.

Bagi perusahaan yang bergerak dalam sektor properti dan real estate, hendaknya lebih berhati-hati dalam menetapkan kebijakan leverage keuangan. Sektor ini memiliki pengaruh yang paling rendah terhadap pertumbuhan penjualan dibanding dengan sektor yang lain. Usaha untuk dapat menghasilkan manfaat yang sebesar-besarnya dari adanya leverage keuangan harus difikirkan dengan lebih berhati-hati.

### **5.5 Keterbatasan Penelitian**

Penelitian kali ini mencoba mengeksplorasi pengaruh leverage keuangan dan pengaruh masing-masing sektor industri dengan harapan akan ditemukannya suatu pengetahuan atas dampak dari adanya leverage keuangan dan dampak masing-masing sektor industri. Akan tetapi penelitian ini masih memiliki beberapa keterbatasan sebagai berikut:

1. Waktu penelitian hanya dilakukan pada satu periode, yaitu leverage pada tahun 1996 dan pengaruhnya selama 1997 sampai dengan 1999. Sehingga kejadian-kejadian diluar variabel yang diteliti tidak dapat dieliminir.
2. Indikator dari penelitian (variabel independen) hanya dibatasi leverage keuangan dan sektor industri. Seharusnya masih banyak variabel yang harus dimasukkan sebagai variabel independen sehingga lebih mampu menjelaskan perubahan variabel dependen.

## 5.6 Implikasi Penelitian Mendatang

Mengacu pada implikasi manajerial dan beberapa keterbatasan penelitian seperti dibahas diatas maka beberapa penelitian yang akan datang sebaiknya dikembangkan dengan beberapa hal berikut ini:

1. Periode penelitian diperpanjang sehingga benar-benar diperoleh bukti yang kuat pengaruh leverage keuangan dan sektor industri terhadap variabel dependen. Hal ini untuk dapat diperoleh secara lebih kuat bukti dari pengaruh variabel independen terhadap variabel dependen.
2. Perlu dimasukkannya variabel penjelas lain selain leverage keuangan dan sektor industri sehingga diperoleh model regresi yang benar-benar dapat menjelaskan variabel dependen.
3. Perlu dilakukan penelitian dengan topik sama tetapi dengan memasukkan variabel kondisi industri.

## DAFTAR PUSTAKA

- Altman, Edward, 1984, "A further investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of Finance*, 39, 1067-1089.
- Bambang Riyanto, *Dasar-Dasar Pembelanjaan Perusahaan*, BPFE Yogyakarta, 1995.
- Barbara and Linda, *Using Multivariate Statistic*, HarperColins College Publishers, 1996.
- Beaver, William H., "Financial Ratio as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting: Selected Studi", *Suplement of Journal of Accounting Research* 4.
- Gregor Andrade and Steven N. Kaplan, "How costly is Financial (Not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transaction that Became Distressed". *The Journal Of Finance*, Vol. LIII, No.5, Oktober 1998.
- Gujarati, Damodar, *Basic Econometrics*, McGraw-Hill International Editions, 1995
- Ikatan Akuntan Indonesia, *Standar Akuntansi Keuangan*, Buku Satu, Salemba Empat, 1994.
- Ilya Avianti, "Memprediksi Emiten", SWA, 12/XVII/13-28 Juni, 2000.
- , "Model Prediksi Kepailitan Emiten Di Bursa Efek Jakarta Dengan Menggunakan Indikator-Indikator Keuangan", Desertasi, Program Pascasarjana Universitas Padjadjaran Bandung, 2000.
- Imam Ghozali, *Aplikasi Analisis Multivariat Dengan Program SPSS*, Badan Penerbit Universitas Diponegoro, 2001
- Mas'ud Machfoedz, "Pengaruh Krisis Moneter Pada Efisiensi Perusahaan Publik Di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Ekonomi dan Bisnis Indonesia*, 1999, Vol. 14, No. 1, 37-49.

Perusahaan Perbankan yang Terdaftar di Bursa Efek Jakarta", *Jurnal Riset Akuntansi Indonesia*, 1999, Vol. 2, No. 1. Hal. 66-90.